

## CENTRAL DE DEPÓSITOS DE VALORES, S. A. DE C. V. (CEDEVAL)

### Informe mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria N.º 6072023 del 19 de abril de 2023.

Fecha de ratificación: 27 de abril de 2023.

Información financiera auditada al 31 de diciembre de 2022.

Contactos: Karla Amaya Rodríguez  
Marco Orantes Mancía

Analista financiero [kamaya@scriesgo.com](mailto:kamaya@scriesgo.com)  
Director País [morantes@scriesgo.com](mailto:morantes@scriesgo.com)

## 1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El informe corresponde al análisis de mantenimiento de la Central de Depósitos de Valores (CEDEVAL), con información financiera auditada al 31 de diciembre de 2022.

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

CEDEVAL			
Anterior		Actual	
Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
EAA+ (SLV)	Estable	EAA+ (SLV)	Estable

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

### Explicación de la clasificación otorgada<sup>1</sup>:

**EAA:** corresponde a aquellas entidades que cuentan con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son fuertes, el riesgo es modesto.

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

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 “-” indica un nivel mayor de riesgo.

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

## 2. FUNDAMENTOS

### Fortalezas

- CEDEVAL es la única institución que brinda servicios de custodia y administración de valores en El Salvador.
- La eficiencia operativa de CEDEVAL pondera positivamente en el análisis, favorecida por el aprovechamiento de economías de escala y plataformas tecnológicas.
- Al ser subsidiaria de la Bolsa de Valores de El Salvador (BVES), mantiene estructuras compartidas que permiten economías de escala.
- La estructura de gobierno corporativo, manuales, sistemas y procesos están formalmente definidos para gestionar la operación y controlar los riesgos del negocio.
- La relación estratégica con centrales de depósitos de Latinoamérica amplía el conocimiento tecnológico, de negocios y las buenas prácticas internacionales.
- Los robustos niveles patrimoniales fortalecen las coberturas ante posibles pérdidas potenciales del negocio.
- Altas barreras de entrada y un mercado relativamente pequeño limitan en gran medida la

*“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.”*

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de clasificación que utiliza la Clasificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

participación de más competidores dentro del mercado de valores local.

## Retos

- Mantener un volumen de negocio estable ante la vulnerabilidad de los ciclos económicos, coyuntura actual de sus principales clientes y ante los efectos especulativos que podría generar el riesgo soberano en los mercados internacionales.
- Continuar con la mejora de la gestión del riesgo operativo.

## Oportunidades

- Consolidación del mercado de fondos de inversión.
- Desarrollo del mercado de bonos temáticos.
- Generación de nuevas alianzas regionales e integración de mercados.
- Eventuales modificaciones a la actual Ley del mercado de valores de El Salvador.

## Amenazas

- Eventuales cambios regulatorios en el mercado de valores podrían afectar la operatividad del negocio.
- El riesgo soberano por parte del Estado podría desincentivar las transacciones bursátiles e impactar en el volumen operativo de CEDEVAL, explicado por el nivel de concentración en instrumentos garantizados con deuda soberana.

## 3. CONTEXTO ECONÓMICO

### 3.1 Análisis de la plaza local

La actividad económica salvadoreña ha retornado a los niveles de crecimiento observados previos a la pandemia. En 2022, el PIB aumentó en 2.6% frente al 11.2% de 2021. El país experimenta una creciente inflación (diciembre 2022: 7.3%) derivado de las crisis globales como la afectación de las cadenas de suministros, el alza en los combustibles y el conflicto bélico en Europa. Para contrarrestar los efectos, el Gobierno ha implementado políticas de anti inflación, inversión en infraestructura y seguridad pública, con los cuales se espera mejorar el clima de negocios.

Durante 2022, la autoridad fiscal se centró en la búsqueda de recursos para el pago de los Eurobonos con vencimiento en enero de 2023, por USD800.0 millones. Para solventar los requerimientos de liquidez, el Gobierno realizó dos operaciones de recompra (incluyó los bonos a vencer en 2025). Ambas operaciones totalizaron USD195.9 millones; en enero de 2023, los USD604.1 millones restantes fueron pagados en tiempo y forma, con recursos recibidos de dos préstamos con organismo internacionales y de la recaudación corriente.

El objetivo intrínseco de dicha estrategia era mejorar el grado de inversión, reducir el riesgo país y mostrar mejores expectativas a los inversionistas. Esta acción redujo las necesidades de liquidez de forma momentánea, sin embargo, las condiciones fiscales actuales continuarán ejerciendo presiones sobre la deuda, principalmente; en las necesidades de corto plazo y la gestión pública. La calificadora internacional Moody's Investor Service ha reafirmado la calificación soberana del país en Caa3, aunque, modificó la perspectiva de negativa a estable. La agencia considera que aún se presentan altas necesidades de financiamiento, exacerbadas por el débil acceso a los mercados de capital internacionales, una posición fiscal aún vulnerable con altos costos de deuda, sin un marco fiscal y de financiamiento para el mediano plazo.

Una elevada inflación y el limitado espacio fiscal, podrían variar las proyecciones de crecimiento, debido a la desaceleración económica en curso; además, de la fragilidad que presenta la economía global ante un posible riesgo de recesión. En 2023, bajo estas condiciones, las proyecciones del FMI contemplan que la economía salvadoreña crecería en un 2.6%; para el Banco Mundial un 2.0% y 1.6% según la Cepal.

### 3.2 Producción nacional

Para el cierre 2022, la economía salvadoreña registró el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en 2.6%, impulsado por el aumento en la actividad en los sectores construcción, electricidad, servicios profesionales, transporte y almacenamiento. El resultado ha sido favorecido por la reducción en los índices de criminalidad incentivando la inversión, el consumo interno y las actividades turísticas; además del buen desempeño de las de las exportaciones (+10.2%), que consolidaron los resultados. Sin embargo, los niveles de crecimiento proyectados, serán impactados conforme al contexto internacional y las afectaciones económicas causadas por la

inflación, el Banco Central de Reserva (BCR) proyecta una expansión económica entre el 2% y 3% para el 2023.

### 3.3 Finanzas públicas

A nivel fiscal, el panorama aún se contempla desafiante, debido a que el ritmo de recaudación ha disminuido. Los ingresos totales del Sector Público No Financiero (SPNF) aumentaron en 10.9% en 2022 (2021: +23.4%); el 81.6% de estos corresponden a los tributarios, los cuales se elevaron en 11.1%. Dicho comportamiento estuvo influenciado, por las medidas gubernamentales antinflacionarias, entre ellas, la suspensión de contribuciones especiales en el precio de la gasolina y de los aranceles de importación a productos de la canasta básica. Además, se han realizado importantes esfuerzos para reducir la evasión tributaria por medio del Plan Nacional Anti-Evasión, con el cual se han recaudado USD179.0 millones en casos procesados.

En relación con el gasto público, se muestra mayor eficiencia en el SPNF, el cual reportó una disminución del 0.02% (2021: +5.7%) totalizando USD8,423.1 millones, concentrado en un 89.8% en gasto corriente (+1.7%) y el 10.2% en gasto de capital. Históricamente, los egresos públicos están orientados a solventar las obligaciones inmediatas del Gobierno, esto limita los recursos para inversión y gestión del desarrollo, los cuales han disminuido en 24.4% en 2022.

La dinámica del gasto permitió la reducción del déficit fiscal. Se registró déficit primario del SPNF por USD541.9 millones y el déficit total con pensiones en USD860.3 millones (-46.4%). Bajo las proyecciones actuales representaría el 2.6% del PIB frente al 5.5% de 2021. De los desembolsos ejecutados, USD1,491.5 millones corresponden a intereses de deuda (el 18.9% de los ingresos), un aumento del 14.4%. Para cubrir el desbalance presupuestario y otras obligaciones financieras, se requirió de financiamiento que superó los USD1,400.0 millones.

La deuda pública del SPNF sin pensiones totalizó USD18,033.2 millones, y reflejó un aumento del 3.3% (2021: +15.8%). La deuda representa el 55.5% del PIB, relación relativamente menor al reportando en 2021 de 59.3% del PIB; favorecido por la dinámica de un mayor denominador y menor variación de la misma. Según la clasificación de la deuda, el 61.6% corresponde a acreedores externos y el 38.4% a internos. Considerando las obligaciones previsionales, la deuda se eleva al 74.6% del PIB y totaliza

<sup>1</sup> Compuesto por agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.

USD24,235.4 millones (2021: 79.0% del PIB), lo que representa un aumento del 4.2% con respecto a 2021.

### 3.4 Comercio exterior

Durante el año 2022, las exportaciones registraron USD7,115.1 millones (+11.3%). Los sectores que lideraron el crecimiento de las ventas al exterior fueron las maquilas (+11.9%), la industria manufacturera (+9.6%) y el sector primario<sup>1</sup> (+34.7%). Por su parte, las importaciones totales sumaron USD17,108.0 millones (+17.0%); donde destacan los bienes intermedios (+25.2%) y de consumo (+16.1%). El déficit de la balanza comercial totalizó USD9,992.9 millones, como resultado del aumento en diversas mercancías, alto dinamismo de las importaciones, y alza de precios del petróleo y sus derivados.

### 3.5 Inversión extranjera directa (IED)

Al cierre de 2022, los flujos de IED acumulados totalizaron salidas por USD99.1 millones, a diferencia de los ingresos por USD314.5 millones observados en igual periodo del año anterior. Este comportamiento está vinculado al aumento en la salida de capitales en la industria manufacturera e información y comunicaciones. En contrapeso, se perciben importantes flujos en comercio por USD201.6 millones. México con USD152.3 millones, Estados Unidos con USD77.2 millones y Honduras con USD46.22 millones fueron los países con mayores aportes en la IED durante el periodo.

### 3.6 Remesas familiares

Las remesas familiares registraron ingresos por USD7,741.9 millones en 2022, que corresponde al 23.8% del PIB, y un aumento del 3.2% porcentaje relativamente menor al 26.6% registrado en 2021. Históricamente, las remesas constituyen una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciador del consumo. Del total de remesas, el 93.8% corresponde a envíos desde Estados Unidos, seguido de Canadá (0.9%), España (0.4%), Italia (0.3%) y Reino Unido (0.1%).

## 4. MERCADO DE VALORES DE EL SALVADOR

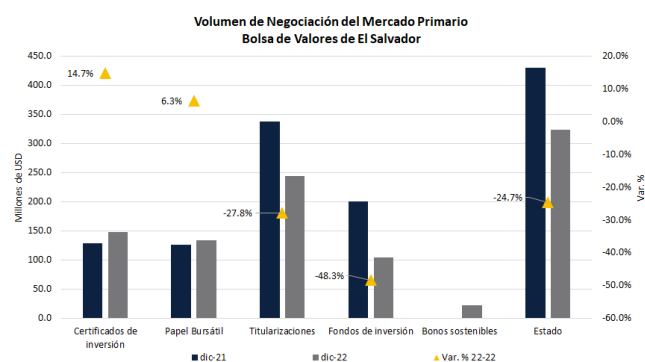
En 2022, el mercado de valores registró USD3,022.0 millones en montos negociados, una reducción del 17.5% en relación con 2021 (USD3,664.0 millones); resultado de la

disminución de las operaciones en los cuatro segmentos que integran el mercado. En total, 74 emisores inscribieron 520 valores locales, 21 más que el año anterior; revisten importancia las emisiones realizadas por el Gobierno de El Salvador, Hencorp Valores LTDA, Banco Atlántida S.A. y Banco Promerica S.A.

Al mercado primario corresponde el 32.3% del total transaccional, se emitieron USD977.0 millones, una disminución de USD248.0 millones (-20.2%) en relación con 2021. La dinámica estuvo sustentada en las operaciones del sector privado (53.2% del total), en especial de las titularizaciones de AES El Salvador (USD88.2 millones) y FOVIAL (USD68.8 millones).

Por tipo de instrumento, el mercado primario se concentró en las emisiones de bonos públicos del Gobierno en un 33.2%, titularizaciones un 25.0%, los certificados de inversión en 15.1%, el papel bursátil un 13.7% y los fondos de inversión en 10.6% del volumen negociado.

En junio de 2022, se realizó la primera emisión de bonos sostenibles en El Salvador por parte de Banco Promerica S.A., por un monto inicial de USD20.0 millones; dicha emisión contó con el apoyo de BID Invest como principal inversionista. Al cierre del 2022, dicho segmento totalizó el 2.4% del volumen de transacciones del mercado primario. Los fondos están dirigidos al financiamiento de créditos de la cartera social y sostenible, del emisor. De igual manera, se realizó el lanzamiento del primer programa de Certificados de Depósitos Negociables (CDN) por parte de Banco Atlántida.



Fuente: elaboración propia con base a datos de BVES.

El mercado secundario registró USD801.0 millones en transacciones, una disminución del 3.8% en relación con 2021 (USD833.0 millones), resultado del reacomodo de los participantes en la búsqueda de instrumentos de menor plazo, menores negociaciones de ETF's y de títulos privados

locales. Además, el mercado de reportos percibió una reducción del 19.0% en las negociaciones (USD1,049.0 millones), concentradas entre 5 a 8 días plazo, con tasas máximas del 8.28%.

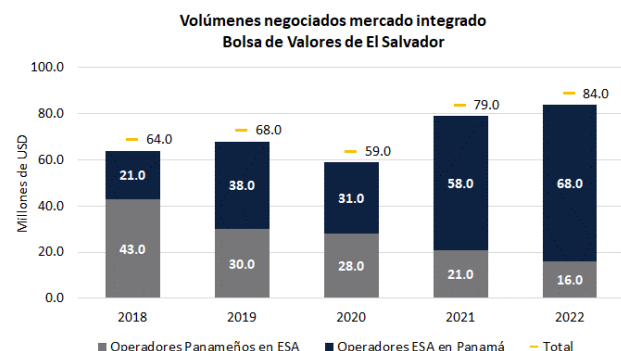
En 2022, las operaciones en el mercado internacional totalizaron USD195.0 millones, una variación negativa del 37.3% respecto al año anterior (USD311.0 millones); distribuido en un 75.9% en títulos públicos y 24.1% en privados. Los principales valores de negociación corresponden a la deuda soberana del Gobierno de El Salvador (USD84.0 millones) y de Honduras (USD30.0 millones). En el mercado accionario predomina instrumentos constituidos por índices de acciones extranjeras tales como: *Standard & Poor's Depository Receipts, iShares S&P, Europe 350 Index Fund, entre otros.*

Tipo de mercado	dic-21	%	dic-22	%	Variación absoluta	Variación Relativa
Primario	1,225.0	33.4%	977.0	32.3%	-248.0	-20.2%
Secundario	833.0	22.7%	801.0	26.5%	-32.0	-3.8%
Internacional	311.0	8.5%	195.0	6.5%	-116.0	-37.3%
Reportos	1,295.0	35.3%	1,049.0	34.7%	-246.0	-19.0%
<b>Total</b>	<b>3,664.0</b>	<b>100.0%</b>	<b>3,022.0</b>	<b>100.0%</b>	<b>-642.0</b>	<b>-17.5%</b>

Fuente: elaboración propia con base a datos de BVES.

#### 4.1 Mercado integrado

La Integración de los Mercados de Valores es el resultado de compromisos entre las Bolsas de Valores de El Salvador y Panamá, en coordinación con las Superintendencias de ambos países. A partir de 2023, el mercado se ampliará con la integración de la Bolsa de Valores de Nicaragua. Dicha operación funciona como una alternativa atractiva para obtener eficiencia por medio de economías de escala y generar nuevos mecanismos de financiamiento para las empresas por medio de la emisión de valores en un mercado ampliado.



Fuente: elaboración propia con base a datos de BVES.

Al cierre de 2022, el monto transado entre los dos países alcanzó la suma de USD84.0 millones, un aumento del 6.3% en relación con 2021 (USD79.0 millones). Monto distribuido entre el sistema electrónico de Panamá (SITREL) con USD68.0 millones (+17.2%) y el sistema electrónico de la Bolsa de El Salvador (SEN) con USD16.0 millones (-23.8%), que representan el 81.0% y 19.0% del mercado, respectivamente.

Actualmente, existen cinco operadores remotos registrados para operar en el SITREL por parte de El Salvador: Valores Banagrícola S.A. de C.V., Valores Cuscatlán, S.A. de C.V., Servicios Generales Bursátiles S.A. de C.V, Atlántida Securities, y Hencorp Valores, LTDA. Por su parte, los operadores remotos autorizados de Panamá son MMG Corporation, S.A., Valores Banistmo, Global Valores S.A, BG Valores S.A. y Multisecurities. A través de dichos intermediarios bursátiles, las empresas de ambos países pueden acceder directamente y operar en las plataformas de negociación de ambas bolsas.

En marzo de 2023, se anunció la incorporación de la Bolsa de Valores y la Central de Valores de Nicaragua al mercado regional. Con la nueva integración, la oferta bursátil del mercado regional estaría conformada por más de 345 emisores en 49 puestos de bolsa y, USD54.0 millones de valores en circulación.

En consecuencia, se podría disponer de mercados más líquidos, con menores costos operativos y tasas de interés más favorables, dada la amplitud de volumen en transacciones que estas tres plazas representarían (USD11,000 millones aproximadamente). En opinión de SCRiesgo, se esperaría un incremento en el número de participantes del mercado de valores para los próximos años, impulsado por el desarrollo continuo del Mercado Regional de Deuda (MRD).

## 4.2 Riesgo – Rendimiento Soberano El Salvador

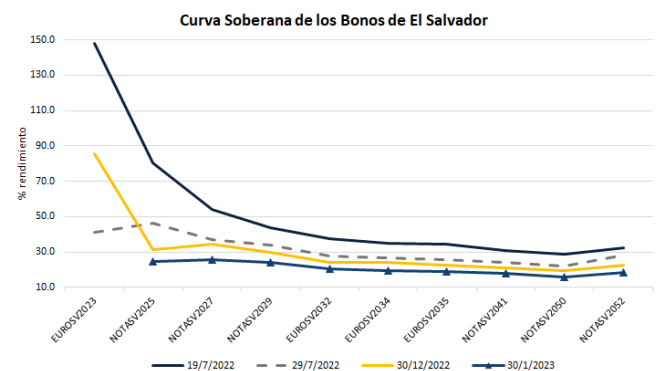
Desde 2021, El Salvador percibió incrementos significativos en los niveles de riesgo país medidos a través del Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI por sus siglas en inglés). El índice experimentó una tendencia creciente durante los primeros tres trimestres de 2022, alcanzando su punto más alto en julio 2022 con 35.12%, únicamente superado por Venezuela.

Estos aumentos fueron reflejo de los elevados niveles de deuda, las presiones sobre la liquidez, intensificación del riesgo soberano y la incertidumbre sobre la capacidad de pago de los Eurobonos en 2023. Se adiciona, la aprobación de la Ley Bitcoin, que da el estatus de moneda de curso legal al Bitcoin, y las inquietudes sobre el funcionamiento, y su impacto en la economía debido a los riesgos inherentes de esta criptomoneda.

Con efecto casi inmediato, el precio de todos los paquetes de bonos se redujo, específicamente los Eurobonos 2023 y 2025. Dichos instrumentos se colocaron por debajo del 70% y 30% de su precio inicial en julio de 2022, respectivamente.

Cabe señalar que la ejecución de las operaciones de recompra de deuda por parte del Gobierno, cuyo objetivo fue minimizar el saldo de la deuda con vencimiento en enero 2023, permitió mayor flexibilidad para honrar puntualmente las obligaciones antes descritas. Luego de la cancelación de la deuda, el EMBI experimentó un descenso más acelerado hasta ubicarse en 14.82% al cierre de enero Lo anterior también originó que la agencia Moody's modificara la perspectiva de la calificación soberana de negativa a estable, manteniendo la calificación en Caa3. El riesgo aún se percibe alto en comparación con sus pares de la región.

Como respuesta, la curva soberana ajustó los rendimientos de los títulos vigentes, a 24.5% para los bonos con vencimiento a dos años, 25.7% a cuatro años, 24.1% a seis años y, por debajo del 20% para los años subsiguientes. Sin embargo, estos porcentajes aún se consideran altos y restrictivos para la colocación de deuda pública en los mercados internacionales.



Fuente: elaboración propia con base a datos de Luxembourg Stock Exchange.

El elevado riesgo país y soberano han provocado limitaciones extraordinarias para la adquisición de financiamiento en los mercados de capital internacionales; lo cual ha incidido en una mayor dependencia del mercado doméstico en deuda de corto plazo, por medio de la colocación de LETES y CETES.

## 5. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

### 5.1 Reseña histórica

La Central de Depósitos de Valores de El Salvador (CEDEVAL) se constituyó el 11 de enero de 1994, como una sociedad anónima de capital variable por un plazo indefinido; inició operaciones en noviembre de 1998, y representó un elemento clave en el mercado bursátil salvadoreño, al brindar servicios de custodia, administración, compensación y liquidación de valores mediante las mejores prácticas internacionales.

En 1999 entabló la negociación de valores emitidos internacionalmente a través de convenios con reconocidos custodios globales. Asimismo, como parte de la estrategia de apertura al mercado global, desde el año 2000, CEDEVAL es miembro fundador de la Asociación de Depósitos Centrales de Valores de América (ACSDA), lo que permitió compartir mejores prácticas a nivel mundial que se pueden aplicar en la región.

En el año 2002, CEDEVAL implementó la desmaterialización de valores (transformación de valores físicos a anotaciones electrónicas), lo cual generó mayor agilidad y seguridad a las negociaciones, y redujo el número de trámites y costos para los emisores al eliminar los riesgos del manejo físico de los valores.

En septiembre de 2022, la Bolsa de Valores de El Salvador, CEDEVAL y Banco Atlántida lanzaron al mercado el primer programa de certificados de depósito negociables (CDN). Este producto podrá ser emitido por bancos y permitirá una liquidez más inmediata a través de su negociación en el mercado secundario. Adicionalmente, brindará a las entidades bancarias una mayor estabilidad en sus fuentes de fondeo y a los inversionistas tasas más competitivas.

### 5.2 Perfil de la Entidad

CEDEVAL, es una sociedad anónima de capital variable que forma parte del mercado de valores salvadoreño, opera en base a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y Ley

de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, se especializa en la custodia, administración, compensación y liquidación de valores en depósito y es supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador.

En la actualidad, la Entidad mantiene convenios con reconocidos centros depositarios de la región como Latin Clear (Panamá), InterClear (Costa Rica), Caja de Valores (Guatemala) y CENIVAL (Nicaragua) que le permiten ofrecer servicios de subcustodia, administración y liquidación de operaciones internacionales a inversionistas salvadoreños. Asimismo, las relaciones estratégicas con centrales de depósitos de Latinoamérica permiten ampliar el conocimiento tecnológico y de negocios.

En julio de 2021, CITI fue nombrado por CEDEVAL como proveedor de servicios de custodia global, con la finalidad de agilizar los procesos, reducir los costos y facilitar el acceso a los inversionistas a títulos valores internacionales.

### 5.3 Gobierno Corporativo

En el marco del cumplimiento de la normativa y como parte de la gestión de buenas prácticas internacionales, CEDEVAL aprobó el 10 de julio del 2012 las políticas de Gobierno Corporativo que fueron luego modificadas el 18 de marzo del 2014. En ellas se definen puntos de relevancia como: misión, visión y principios; gobierno y administración; junta general de accionistas; junta directiva; descripción de comités y manual para resolver conflictos de interés.

Las reuniones ordinarias de la Junta General de Accionistas se realizan en concordancia a la ley y pacto social; las juntas extraordinarias se efectúan por decisión de la Junta Directiva o por solicitud escrita de los accionistas que representen por lo menos el cinco por ciento del capital social. Ante la Junta se exhiben puntos relevantes como la elección de directores propietarios y suplentes, elecciones de auditores, acordar el reparto de utilidades, constitución de reservas, etc.

Las modificaciones al pacto social, disminución del capital mínimo de disolución y liquidación de la sociedad corresponde a la Junta General Extraordinaria. De igual forma, entre los deberes y derechos para esta junta se considera la participación en la toma de decisiones, recepción de dividendos, ejercicio de derecho de retiro y realización de propuestas y recomendaciones relacionadas a Gobierno Corporativo.

La Junta Directiva se encarga de la dirección estratégica de la institución, el buen manejo de Gobierno Corporativo y la supervisión y control de la gestión delegada a la alta gerencia. Adicionalmente, regula la política de gestión de riesgos; conducta; políticas y manuales que permitan que la estructura organizacional tenga un buen funcionamiento y control.

Para garantizar una mejor supervisión y control, la Junta Directiva ha establecido comités de auditoría, riesgos, conductas y prevención de lavado de dinero y activos. La composición de la Junta Directiva es la siguiente:

Junta Directiva	
Presidente	José Mariano Novoa Flores
Vicepresidente	Francis Eduardo Girón
Secretario	Julio Enrique Vega Álvarez
Tesorero	Francisco José Barrientos Barrientos
Director Propietario	Joaquín Alfredo Rivas Boschma
Director Suplente	Sandra Patricia Pacheco Barrientos
Director Suplente	Rolando Arturo Duarte Schlageter
Director Suplente	Enrique Oñate Muyschondt
Director Suplente	Ramón Arturo Alvarez Lopez
Director Suplente	Carlos Antonio Turcios Melgar

Fuente: CEDEVAL

## 5.4 Estructura Organizativa

La estructura organizativa se ha diseñado con el fin de fortalecer la gestión operativa. La Entidad comparte con la Bolsa de Valores las siguientes gerencias: Gerencias de Administración y Finanzas; Legal, Tecnología, Mercadeo y Negocios. La presidencia de CEDEVAL participa en las decisiones estratégicas con la Junta Directiva y demás gerencias.

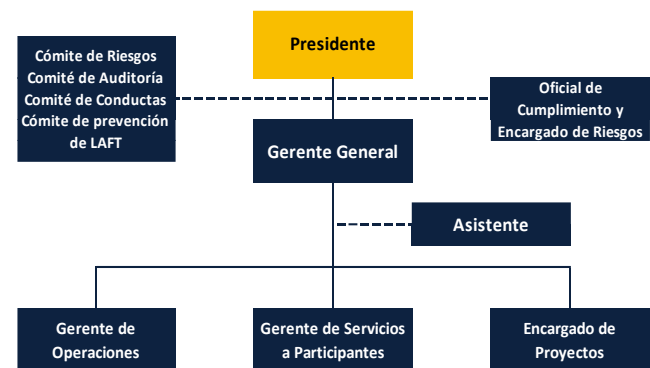
La Gerencia General tiene a cargo la dirección ejecutiva; encargada de dirigir, coordinar, generar transparencia y efectividad en las operaciones de todas las áreas funcionales. Lo anterior con el objetivo de cumplir con las metas estratégicas de la Entidad. Las áreas bajo su cargo son: operaciones, servicios a participantes y encargado de proyectos.

El Oficial de Cumplimiento y encargado de riesgos vela por el cumplimiento del manual de políticas y de gestión integral de riesgos, verifica el cumplimiento de calidad de ejecución de procesos de negocio y los procedimientos operativos de la organización.

El área de operaciones es la encargada de liquidación en bolsa, custodia física y desmaterializada de valores, canje de acciones y atención de consultas realizadas en el Sistema de Custodia y Administración de Valores (SECAV). La función de la gerencia de servicio a participantes se enfoca en el ejercicio de derechos patrimoniales, de registro electrónico de depósitos de emisiones, de cuentas de valores y de administración de accionistas.

Finalmente, el área de desarrollo de proyectos se enfoca en ejecutar los proyectos estratégicos como: desmaterialización de valores, integración de la liquidación monetaria con la liquidación de valores, elaboración de indicadores financieros y de gestión, así como la integración regional.

## Estructura Organizacional



Fuente: CEDEVAL

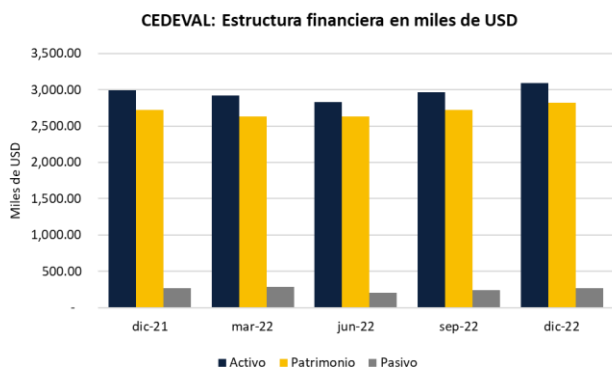
## 6. ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN

Los estados financieros considerados en este reporte son presentados de conformidad al Manual y Catálogo de contabilidad para Sociedades Especializadas en Depósito y Custodia de Valores, así mismo fueron registrados ante el regulador local y auditados por una firma de auditores independientes, la cual otorgó una opinión limpia.

CEDEVAL no ha enfrentado riesgos significativos relacionados al tipo de cambio, debido a que su balance esta expresado en dólares estadounidenses. La entrada en vigencia del Bitcoin como moneda de curso legal genera una alternativa de pago e inversión a la economía salvadoreña. En ese sentido, la administración se encuentra analizando de forma permanente los cambios coyunturales y posibles reformas a la normativa que regula dicha criptomoneda, con el fin de incorporarla a su esquema de negocio.

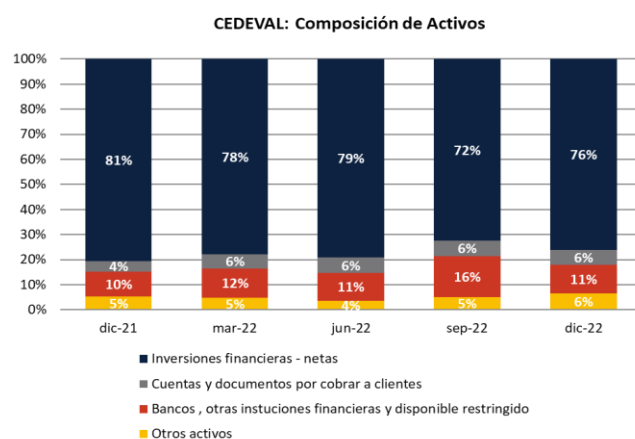
## 6.1 Estructura financiera

Al cierre de 2022, CEDEVAL acumuló un total de activos por USD3,089.4 miles, y reflejó una tasa de crecimiento de 3.1%, equivalente a USD93.6 miles, denotando estabilidad y solidez en su estructura financiera. El activo de mayor representatividad son las inversiones financieras, las cuales totalizan USD2,351.1 miles y están conformadas en un 26.9% por titularizaciones, 24.9% deuda privada, 21.1% deuda pública y el restante se reparte en valores extranjeros, fondos de inversión depósitos a plazo y otros.



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

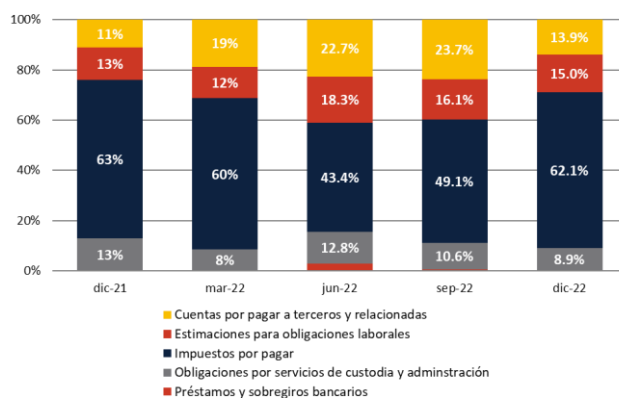
Los activos corrientes ascienden a USD3,028.4 miles e integran el 98.0% del balance, en tanto, el activo no circulante registró un saldo de USD61.1 miles, con una participación de 2.0%. Las inversiones financieras representan el 76.1% del activo total, seguido de cuentas por cobrar y otros activos con 12.6%, mientras que el remanente lo componen las disponibilidades y el disponible restringido con 11.3%.



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

Por su parte, el pasivo contabiliza USD269.6 miles y expone una disminución de USD0.5 miles, equivalentes a una tasa negativa de 0.2%. La reducción de la estructura pasiva responde a una variación negativa de 1.8% en impuestos por pagar y una reducción de 31.7% de las obligaciones por servicios de custodia y administración de valores; este efecto es compensado por el incremento de las cuentas por pagar a proveedores y empresas relacionadas (+24.9%).

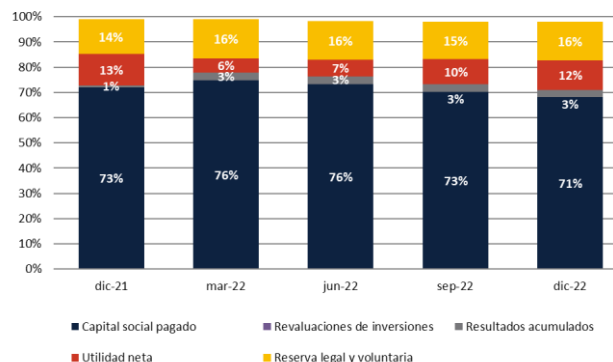
### CEDEVAL: Composición de Pasivos



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

La estructura del fondeo refleja un perfil conservador, caracterizado por una baja deuda financiera; la partida más representativa del pasivo es la de impuesto sobre la renta por pagar (62.1%), mientras que el restante lo integran las obligaciones por servicios de custodia, cuentas por pagar a terceros y relacionadas, y provisiones por renuncia voluntaria, estas últimas forman la totalidad del pasivo no circulante. Lo anterior, refleja la solvencia de la Entidad, al no poseer préstamos con instituciones financieras, más allá de las líneas rotativas utilizadas para la operación.

### CEDEVAL: Composición de Patrimonio



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL



La Entidad dispone de una posición patrimonial sólida con un monto de USD2,819.8 miles y creció 3.5% de forma anual, favorecido por el incremento de las reservas voluntarias y de capital en 18.2% y resultados acumulados (+351.0%). Con respecto a la composición del patrimonio, el 70.9% corresponde a capital social pagado, 16.0% a reserva legal y voluntaria, 12.1% a utilidad neta y 3.0% a resultados acumulados.

## 6.2 Liquidez y apalancamiento

La Institución mantiene adecuados niveles de liquidez, derivado de la generación constante de flujos de caja operativos, factor que permite mantener bajos niveles de deuda financiera para los requerimientos de capital de trabajo. En este sentido, los activos líquidos representan el 87.4% de los activos totales y lo conforman principalmente inversiones financieras en títulos de baja volatilidad y rápida realización.

CEDEVAL: Indicadores de liquidez					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Razón circulante	12.6	11.5	16.8	14.5	13.2
Activos líquidos / Activo Total	90.6%	89.5%	90.4%	88.8%	87.4%
Proporción del capital de trabajo	92.1%	91.3%	94.0%	93.1%	92.4%

Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

A diciembre de 2022, CEDEVAL posee una posición patrimonial robusta que representó el 92.4% de sus activos, mientras que la razón de deuda se ubicó en un 8.7%. SCRiesgo considera que la Institución posee la capacidad suficiente para generar capital interno, absorber pérdidas esperadas y sostener el crecimiento.

CEDEVAL: Indicadores de apalancamiento					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Razón de deuda	9.0%	9.9%	7.2%	8.1%	8.7%
Endeudamiento	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Cobertura de intereses	34.8	25.3	22.3	24.1	26.5
Apalancamiento	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Gasto financiero/Pasivo con costo	31.9%	77.2%	47.6%	57.8%	56.2%

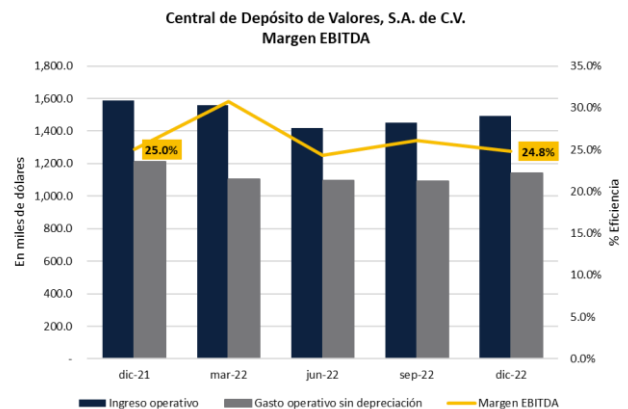
Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

## 6.3 EBITDA

Dentro de los servicios que conforman el núcleo del negocio de CEDEVAL se encuentran: servicios de custodia, compensación, administración, liquidación y transferencia de valores; dichos ingresos se encuentran directamente influenciados por el volumen de transacciones en el mercado de capital. Al cierre de 2022, los ingresos correspondientes a servicios de depósitos, custodia y

administración a no emisores sumaron USD1,490.6 miles, decrecieron en un 6.2%, y aportaron el 98.3% del flujo total de ingresos operativos.

Por su parte, los ingresos por servicios de depósitos, custodia y administración a emisores registraron una disminución de 0.5%, con un total de USD16.6 miles. Adicionalmente, los flujos por custodia de instrumentos y documentos sumaron USD8.6 miles y registraron un decrecimiento de 4.4%. A diciembre de 2022, el margen EBITDA evidencia una leve disminución respecto al año anterior, al desplazarse de 25.0% a 24.8%, en respuesta a la disminución de los ingresos y comisiones que se derivan de las actividades principales del negocio.



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

En opinión de SCRiesgo, CEDEVAL está expuesto a reducciones en los niveles de custodia ante decrementos en el volumen negociado en la bolsa de valores, derivado de ciclos económicos adversos, lo cual podría impactar en el nivel de ingreso debido a disminuciones de las inversiones en proyectos de mediano y largo plazo. No obstante, al corte de análisis la Entidad no evidencia efectos adversos por las fluctuaciones económicas.

## 6.4 Ingresos operativos

El dinamismo de los ingresos está determinado por un crecimiento generalizado del saldo de valores y documentos depositados en CEDEVAL, el cual fue de USD11,442.0 millones al cierre de diciembre de 2022, un 15.1% superior al cierre del año anterior. La custodia de valores locales aumentó en el orden de 13.7%, debido principalmente al incremento de las colocaciones del sector privado. La custodia internacional registró un alza de 16.9% explicado por una mayor emisión de eurobonos y LETES por parte del Ministerio de Hacienda. Por su parte la custodia

de documentos aumentó 18.4%, lo cual obedece al incremento en las emisiones de titularización.

Volumen transado por tipo de servicio (Millones de USD)			
Tipo de servicio	2021	2022	Variación %
Custodia Local	6,711	7,630	13.7%
Custodia internacional	849	993	16.9%
Documentos	2,381	2,819	18.4%
<b>Total</b>	<b>9,942</b>	<b>11,442</b>	<b>15.1%</b>

Fuente: CEDEVAL

A diciembre de 2022, los volúmenes depositados en CEDEVAL continúan concentrados en instituciones bancarias, financieras, y administradoras de fondos de pensiones (AFP's) que representan el 34.1% y 26.7%, respectivamente. La custodia de documentos ha ganado participación en el último año producto del incremento de valores de titularización, que por ley se deben depositar en CEDEVAL. Los ingresos del custodio dependen en gran medida de estos sectores, por consiguiente, cualquier cambio legal o de mercado vinculado a los antes mencionados puede provocar sensibilidad en los ingresos.

Estructura de Valores en depósitos según tipo de tenedor a diciembre 2022 (en millones de dólares)				
Tenedores	Valores locales	Valores internacionales	Total	%
Bancos y Financieras	3,647	252	3,899	34.1%
AFP'S	2,768	287	3,055	26.7%
Documentos	2,819	0	2,819	24.6%
Otras actividades	596	186	782	6.8%
Instituciones Autónomas	317	26	344	3.0%
Aseguradoras	160	95	255	2.2%
Organizaciones sin fines de lucro	111	37	148	1.3%
Personas naturales	31	110	141	1.2%
<b>Total valores</b>	<b>10,449</b>	<b>993</b>	<b>11,442</b>	<b>100.0%</b>

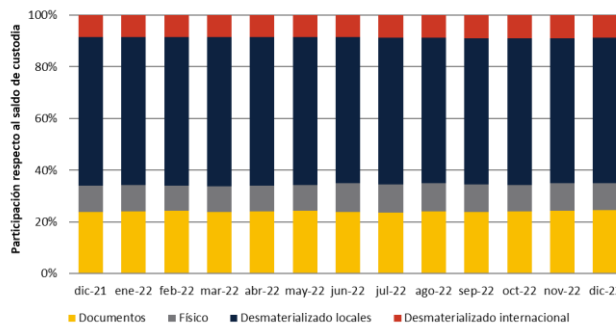
Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEDEVAL

Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEDEVAL

La desmaterialización de los títulos depositados en CEDEVAL, permite aumentar la agilidad y eficiencia en el traslado de valores. Bajo tal contexto, la mayor parte de los saldos de custodia se concentra en títulos desmaterializados locales (56.2%), los desmaterializados internacionales representan 8.7%, el resguardo de documentos relacionados con emisiones inscritas en bolsa representa el 24.6%, mientras que la guarda y administración de valores físicos es de 10.5%.

Cabe destacar que la desmaterialización de valores internacionales es realizada por el custodio global Citi, quien firmó alianzas con CEDEVAL a partir de julio de 2021 con el propósito de facilitar el acceso de los inversionistas a los mercados de capital internacional.

Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.  
Concentración por tipo de custodia

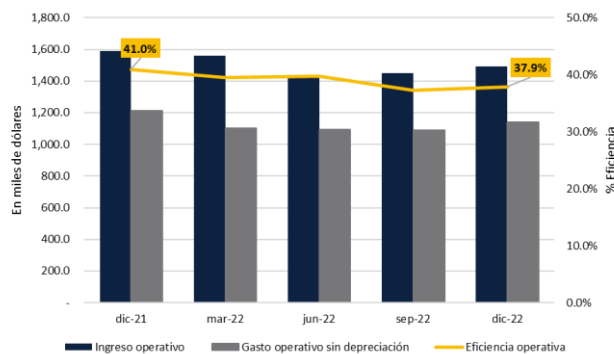


Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

## 6.5 Eficiencia operativa

Los gastos operativos sin depreciación alcanzaron USD1,140.3 miles y exhiben una variación de -5.8% por debajo de la base de diciembre de 2021. La disminución es explicada por un menor gasto por servicios de custodia y depósito (-32.1%), los cuales representaron el 17.6% de la carga operativa total; en tanto, los gastos administrativos y de personal ponderaron el 81.4% y el remanente se constituye por gastos de depreciación, amortización y deterioro con un 1.0% de participación.

Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.  
Eficiencia operativa



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

El ratio de eficiencia operativa presenta mejoras en el período de análisis, con un desplazamiento de 41.0% a 37.9% entre diciembre de 2021 y diciembre de 2022. Por su parte, la utilidad operativa sobre gastos administrativos revela desmejoras al presentar una reducción de 42.7% a 38.8% en el mismo período.

CEDEVAL: Indicadores de eficiencia operativa					
	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22
Rotación activo total	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
Rotación de gastos administrativos	3.3	3.1	3.1	3.3	3.2
Utilidad operativa/ Gastos Administrativos	42.7%	52.9%	38.2%	42.1%	38.8%
Eficiencia operativa	41.0%	39.5%	39.8%	37.3%	37.9%

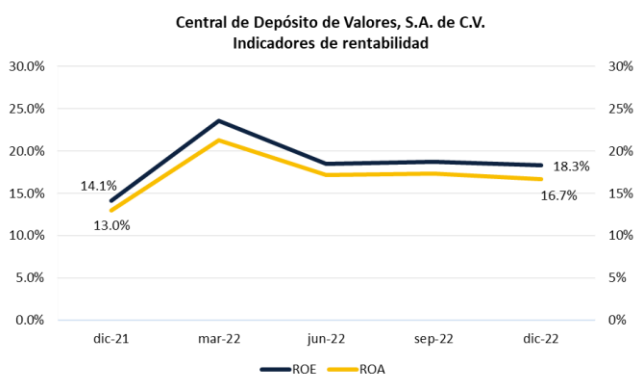
Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

Como parte de la cultura digital, la entidad está enfocada en la optimización de procesos, incluyendo inversiones en sistemas informáticos innovadores y un estricto control de los costos. Además, mantiene una estructura compartida con la Bolsa de Valores de El Salvador que le permite aprovechar economías de escala. La depositaria está estudiando la posibilidad de brindar soluciones tecnológicas basada en la tecnología Blockchain a fin de eficientizar los costos y atraer nuevos clientes.

## 6.6 Rentabilidad

Al cierre de diciembre de 2022, CEDEVAL registró un aumento en las utilidades netas del 31.0% respecto a diciembre de 2021. Lo anterior es explicado por una reducción de la carga operativa en 5.9% y la generación de flujos de caja provenientes del portafolio de inversiones financieras (+5.8%). En línea con lo anterior, el ROA y ROE exhibieron incrementos interanuales de 3.7 p.p. y 4.2 p.p. respectivamente.

El cambio estratégico del custodio internacional realizado en septiembre de 2021 de EUROCLEAR a CITIBANK, le ha permitido a la depositaria reducir significativamente los costos por las operaciones internacionales, derivando en mejoras en la eficiencia operativa y rentabilidad.



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

## 7. AVANCE DE PRINCIPALES PROYECTOS ESTRATÉGICOS

### 7.1 Modernización de CEDEVAL

Dentro del proyecto de modernización, se ha avanzado en tres componentes:

**Tecnología:** la compañía ha continuado con el desarrollo del módulo de derechos patrimoniales del nuevo SECAV, su implementación se encuentra programada para el primer semestre de 2023, así mismo, ha incorporado actualizaciones en el sistema de estadísticas del sitio web.

**Normativa y procesos:** la entidad obtuvo la aprobación del nuevo Reglamento General Interno por parte del Consejo Directivo y el Banco Central de Reserva, entrando en vigor a partir del 1 de junio de 2022.

**Organización y talento humano:** durante el año 2022 se desarrollaron programas de capacitación interna para todos los colaboradores sobre cumplimiento de estándares y procesos operativos clave de la depositaria.

**Mercado estratégico:** continuaron con las estrategias de mercadeo a través de las redes sociales, con el fin de potenciar el conocimiento de la depositaria en el mercado de valores. Así mismo desarrollaron un modelo de entrega de información y un modelo de escucha para clientes, los cuales serán implementados en el primer semestre de 2023.

### 7.2 Certificados de depósitos negociables en Bolsa (CDN).

En septiembre de 2022, CEDEVAL y la BVES, junto con Banco Atlántida, lanzaron los certificados de depósito negociables (CDN), estos comprenden un instrumento innovador que busca garantizar la liquidez inmediata a los inversionistas a través del mercado secundario, contando con la oportunidad de venderlos antes del vencimiento. En una primera etapa el producto estará disponible para clientes que participen con un monto mínimo de USD100.0 mil, no obstante, a largo plazo se espera la incorporación de inversores minoristas.

*SCRiesgo da desde 2016 clasificación de riesgo a este emisor. 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*

*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 riesgo.*

**Más información**

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

**Oficinas**

**Cartago, Costa Rica**  
(506) 2552 5936

**Ciudad Panamá, Panamá**  
(507) 6674 5936

**San Salvador, El Salvador**  
(503) 2243 7419

## ANEXOS

### CENTRAL DE DEPÓSITOS (CEDEVAL) S.A. DE C.V

Balance General (MILES DE USD DOLARES)	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22	%	Variación	
							Absoluta	Relativa
<b>Activo total</b>	<b>2,995.8</b>	<b>2,917.0</b>	<b>2,833.3</b>	<b>2,967.8</b>	<b>3,089.4</b>	<b>100.0%</b>	<b>93.6</b>	<b>3.1%</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>2,973.3</b>	<b>2,897.0</b>	<b>2,815.4</b>	<b>2,938.4</b>	<b>3,028.4</b>	<b>98.0%</b>	<b>55.1</b>	<b>1.9%</b>
Bancos y otras instituciones financieras	223.7	282.1	184.0	364.1	201.6	6.5%	(22.0)	-9.9%
Disponible restringido	78.2	58.7	134.3	121.0	148.8	4.8%	70.6	90.3%
Inversiones financieras - netas	2,412.3	2,270.8	2,243.3	2,151.3	2,351.1	76.1%	(61.2)	-2.5%
Cuentas y documentos por cobrar a clientes	125.1	164.6	170.5	178.6	187.1	6.1%	62.0	49.6%
Cuentas por cobrar relacionadas	0.7	1.9	1.1	0.9	0.7	0.0%	(0.0)	-1.8%
Rendimientos por cobrar	25.2	25.0	18.7	22.3	28.5	0.9%	3.3	13.1%
Impuestos por cobrar	38.4	49.2	17.1	26.9	36.0	1.2%	(2.4)	-6.4%
Gastos pagados por anticipado	69.7	44.7	46.5	73.3	74.5	2.4%	4.8	6.9%
<b>Activo no corriente</b>	<b>22.5</b>	<b>20.0</b>	<b>17.9</b>	<b>29.4</b>	<b>61.1</b>	<b>2.0%</b>	<b>38.5</b>	<b>171.1%</b>
Muebles e inmuebles	14.1	12.5	10.9	11.0	43.9	1.4%	29.8	211.4%
Cuentas y documentos por cobrar a largo plazo	-	-	-	-	-	0.0%	-	0.0%
Activos intangibles - netos	8.4	7.5	7.0	18.3	17.1	0.6%	8.7	103.6%
<b>Pasivo total</b>	<b>270.1</b>	<b>288.4</b>	<b>205.1</b>	<b>241.6</b>	<b>269.6</b>	<b>8.7%</b>	<b>(0.5)</b>	<b>-0.2%</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>235.5</b>	<b>252.4</b>	<b>167.6</b>	<b>202.6</b>	<b>229.1</b>	<b>7.4%</b>	<b>(6.4)</b>	<b>-2.7%</b>
Préstamos y sobregiros bancarios	-	0.4	5.8	1.3	0.4	0.0%	0.4	0.0%
Obligaciones por servicios de custodia y administración	35.1	23.9	26.2	25.6	24.0	0.8%	(11.1)	-31.7%
Cuentas por pagar	11.2	27.3	20.0	30.8	10.7	0.3%	(0.6)	-5.1%
Cuentas por pagar relacionadas	18.7	26.6	26.5	26.4	26.7	0.9%	8.0	43.0%
Impuestos por pagar	170.5	174.1	89.0	118.5	167.3	5.4%	(3.2)	-1.8%
Dividendos por pagar	-	-	-	-	-	0	0	0
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>34.6</b>	<b>36.0</b>	<b>37.5</b>	<b>39.0</b>	<b>40.4</b>	<b>1.3%</b>	<b>5.9</b>	<b>17.0%</b>
Estimaciones para obligaciones laborales	34.6	36.0	37.5	39.0	40.4	1.3%	5.9	17.0%
<b>Patrimonio</b>	<b>2,725.7</b>	<b>2,628.6</b>	<b>2,628.2</b>	<b>2,726.2</b>	<b>2,819.8</b>	<b>91.3%</b>	<b>94.1</b>	<b>3.5%</b>
Capital social pagado	2,000.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	64.7%	-	0.0%
Reserva legal	296.6	296.6	296.6	296.6	331.4	10.7%	34.8	11.7%
Reserva voluntaria de liquidez	86.1	121.2	121.2	121.2	121.2	3.9%	35.0	40.7%
Revaluaciones de inversiones	- 26.0	- 24.1	- 49.3	- 59.9	- 57.2	-1.9%	(31.2)	119.9%
Resultados acumulados	18.6	84.0	84.0	84.0	84.0	2.7%	65.3	351.0%
Utilidad neta	350.4	150.9	175.8	284.4	340.5	11.0%	(9.9)	-2.8%
<b>Pasivo más patrimonio</b>	<b>2,995.8</b>	<b>2,917.0</b>	<b>2,833.3</b>	<b>2,967.8</b>	<b>3,089.4</b>	<b>100.0%</b>	<b>93.6</b>	<b>3.1%</b>

**CENTRAL DE DEPÓSITOS (CEDEVAL) S.A. DE C.V**

Estado de Resultados (MILES DE USD DOLARES)	dic-21	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22	%	Variación	
							Absoluta	Relativa
<b>Ingresos de operación</b>	<b>1,614.4</b>	<b>398.7</b>	<b>723.3</b>	<b>1,109.3</b>	<b>1,515.8</b>	<b>100.0%</b>	<b>-98.6</b>	<b>-6.1%</b>
Ingresos por servicios de depósitos, custodia y administración a no emisores	1,588.7	389.5	709.8	1,090.5	1,490.6	98.3%	-98.1	-6.2%
Ingresos por servicios de depósitos, custodia y administración a emisores	16.7	4.7	8.6	12.6	16.6	1.1%	-0.1	-0.5%
Ingresos por servicios por desmaterialización y administración de acciones	-	-	-	-	-	0.0%	0.0	0.0%
Ingresos por servicios de custodia de instrumentos y documentos	9.0	4.5	4.8	6.2	8.6	0.6%	-0.4	-4.4%
Ingresos diversos	-	-	-	-	-	0.0%	0.0	0.0%
<b>Gastos de operación</b>	<b>1,224.7</b>	<b>279.5</b>	<b>552.8</b>	<b>827.7</b>	<b>1,152.1</b>	<b>76.0%</b>	<b>-72.6</b>	<b>-5.9%</b>
Gastos de operación por servicios de custodia y depósito	298.2	50.7	100.6	151.4	202.5	13.4%	-95.7	-32.1%
Gastos generales y de personal	912.5	225.4	446.6	668.4	937.8	61.9%	25.4	2.8%
Gastos por depreciación, amortización y deterioro por operaciones corrientes	14.1	3.5	5.6	7.9	11.8	0.8%	-2.3	-16.0%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>389.6</b>	<b>119.2</b>	<b>170.5</b>	<b>281.6</b>	<b>363.7</b>	<b>24.0%</b>	<b>-26.0</b>	<b>-6.7%</b>
<b>Ingresos financieros</b>	<b>147.7</b>	<b>36.4</b>	<b>75.3</b>	<b>113.6</b>	<b>156.3</b>	<b>10.3%</b>	<b>8.6</b>	<b>5.8%</b>
Ingresos por inversiones financieras						0.0%	0.0	0.0%
Ingresos por cuentas y documentos por cobrar						0.0%	0.0	0.0%
Otros ingresos financieros						0.0%	0.0	0.0%
<b>Utilidad antes de gastos financieros</b>	<b>537.3</b>	<b>155.6</b>	<b>245.8</b>	<b>395.2</b>	<b>520.0</b>	<b>34.3%</b>	<b>-17.3</b>	<b>-3.2%</b>
<b>Gastos financieros</b>	<b>11.2</b>	<b>4.7</b>	<b>7.6</b>	<b>11.7</b>	<b>13.7</b>	<b>0.9%</b>	<b>2.5</b>	<b>22.4%</b>
Gastos de operación por inversiones propias	2.5	0.3	0.3	1.2	2.0	0.1%	-0.5	-20.3%
Gastos por obligaciones con instituciones financieras	8.6	4.4	7.3	10.5	11.7	0.8%	3.1	36.4%
Provisión para incobrabilidad y desvalorización de inversiones	0.1	-	-	-	-	0.0%	-0.1	-100.0%
<b>Utilidad antes de reservas e impuestos</b>	<b>526.1</b>	<b>150.9</b>	<b>238.2</b>	<b>383.5</b>	<b>506.3</b>	<b>33.4%</b>	<b>-19.9</b>	<b>-3.8%</b>
Reserva legal	-	-	-	-	-	0.0%	0.0	0.0%
<b>Resultados ordinarios después de reservas y antes de impuestos</b>	<b>526.1</b>	<b>150.9</b>	<b>238.2</b>	<b>383.5</b>	<b>506.3</b>	<b>33.4%</b>	<b>-19.9</b>	<b>-3.8%</b>
Impuesto sobre la renta ( nota 11)	140.6	-	-	-	-	0.0%	-140.6	-100.0%
Impuesto sobre la renta diferido	-	-	-	-	-	0.0%	0.0	0.0%
<b>Resultados ordinarios después de impuestos</b>	<b>385.5</b>	<b>150.9</b>	<b>238.2</b>	<b>383.5</b>	<b>506.3</b>	<b>33.4%</b>	<b>120.8</b>	<b>31.3%</b>
Ingresos extraordinarios ( nota 15)	1.8	0.1	0.1	1.0	1.0	0.1%	-0.9	-46.4%
Gastos extraordinarios	-	0.1	-	-	-	0.0%	0.0	0.0%
<b>Utilidad neta</b>	<b>387.3</b>	<b>150.9</b>	<b>238.3</b>	<b>384.5</b>	<b>507.2</b>	<b>33.5%</b>	<b>119.9</b>	<b>31.0%</b>