

## FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES INGENIO EL ÁNGEL CERO UNO FTHVIEA CERO UNO

<b>Comité No. 78/2022</b>		
<b>Informe con EEFF Auditados al 31 de diciembre de 2021</b>	<b>Fecha de comité: 27 abril de 2022</b>	
Periodicidad de actualización: Semestral	Agroindustria / San Salvador, El Salvador	
<b>Equipo de Análisis</b>		
Gerardo García <a href="mailto:ggarcia@ratingspcr.com">ggarcia@ratingspcr.com</a>	Alexis Figueroa <a href="mailto:afigueroa@ratingspcr.com">afigueroa@ratingspcr.com</a>	(+503) 2266-9471
<b>Fecha de Información</b>	<b>dic-202</b>	<b>dic-21</b>
<b>Fecha de Comité</b>	<b>16/06/2021</b>	<b>27/04/2022</b>
<b>Valores de Titularización – Títulos de Deuda</b>		
Un tramo como mínimo de hasta US US\$102,880,000.00	AA+	AA+
<b>Perspectiva</b>	Estable	Estable

### Significado de la Clasificación

**Clasificación AA:** Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

*Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo<sup>1</sup> dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo.*

*"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad financiera y no son recomendaciones de compra y/o venta de instrumentos que esta emita".*

*"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes".*

*El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<http://www.ratingspcr.com/informes-pais.html>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.*

### Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió mantener la clasificación de "AA+" con perspectiva "Estable" al Fondo De Titularización Hencorp Valores Ingenio El Ángel Cero Uno FTHVIEA CERO UNO.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo derivado de las holgadas coberturas y respaldos que generan los ingresos por la venta de azúcar del Originador, el cual, gracias a la mayor cuota de participación del mercado asignada en el último quinquenio, absorbieron los incrementos en los costos que permitieron mantener estable su margen operativo. Por último, la clasificación contempla los mecanismos legales, operativos y financieros de la Emisión.

### Perspectiva

Estable

<sup>1</sup> Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

## Resumen Ejecutivo

---

- **Activo subyacente del Fondo de Titularización:** La Emisión se creó con el fin de titularizar los derechos sobre los primeros ingresos de los flujos financieros futuros que el Originador “Ingenio El Ángel” perciba por las actividades de industrialización y comercialización de la caña de azúcar, incluyendo, pero no limitado a la venta de: azúcar cruda, azúcar blanca, melaza, y azúcar refinada. Asimismo, el Fondo tendrá derecho sobre la generación y venta de energía eléctrica, ingresos financieros, así como cualquier otro ingreso que estuviere facultado legal o contractualmente a percibir del mercado local, preferencial y mundial.
- **La Emisión cuenta con apropiados mecanismos operativos y legales para su correcto funcionamiento:** La Emisión cuenta con suficientes y apropiados mecanismos de cobertura, como es la cuenta colectora, discrecional y restringida, el convenio de administración de cuentas bancarias, instrucciones irrevocables de depósito y órdenes irrevocables de pago contingenciales. Adicionalmente, la Emisión contempla el cumplimiento de resguardos financieros para garantizar la correcta operatividad financiera del Originador.
- **Cumplimiento de covenants financieros:** A la fecha de estudio, el Originador cumplió satisfactoriamente con los covenants financieros establecidos en el contrato de titularización, donde el apalancamiento patrimonial cerró en 2.1 veces, (límite permitido 3 veces). Por su parte, el saldo de los activos pignorados cubrió en 3.4 veces el saldo vigente de la Emisión, situándose por encima del mínimo permitido (1 vez), y se ejecutó un CAPEX de mantenimiento que logró cubrir el mínimo anual requerido.
- **Importante crecimiento en los ingresos del Originador impulsados por mejores precios y mayor producción de sus principales productos industriales:** El Originador cuenta con una mayor cuota asignada en la participación del mercado, pasando de 21.8% a 23.1%. Al revisar las ventas interanuales, estas reportaron un importante crecimiento de 11.7%, equivalentes a US\$14,570 miles, promovidas especialmente por los productos industriales que están principalmente compuestos por la venta de azúcar cruda, la cual mostró un crecimiento de US\$10,592 miles (+22.6%) impulsadas por el mayor volumen de producción y precios, y de la venta de electricidad con una destacable tasa de crecimiento de 32.2% (+US\$4,395 miles) derivado del incremento en los precios del petróleo, lo cual influyó para que la matriz energética salvadoreña se alimentara de fuentes renovables, como la biomasa.
- **El margen operativo se mantiene estable a partir de las eficiencias logradas en los gastos de operación:** Al observar la tasa de desempeño del margen bruto, se identificó una posición menos competitiva en el nivel de venta, a partir del mayor incremento en los costos de producción (+16.8%) respecto a la dinámica observada en el nivel de ingresos del Ingenio (+11.7%), incidiendo para que el margen bruto pasara de 32.8% a 30.5% a la fecha de estudio; no obstante, a partir de las acciones aplicadas por el Originador para controlar sus gastos operacionales, el margen operativo se mantuvo relativamente estable pasando de 21.6% a 20.5% a la fecha de estudio, conservando los buenos niveles de rentabilidad del negocio.
- **Rentabilidad beneficiada por la mejora en el margen neto:** Gracias a la estabilidad en la rotación de los activos del Ingenio y la mayor utilidad neta que implicó un mejor margen neto pasando de 9.8% a 10.1%, el ROA mostró una mejora cerrando en 4.7% (diciembre 2020: 4.5%), mientras que el ROE pasó de 13.8% a 16% a la fecha de estudio. No obstante, a pesar de la mejora en las métricas de rentabilidad, el Originador se posicionó ligeramente por debajo del promedio de los últimos cinco años (ROA: 5%; ROE: 16.6%) limitado por el decremento del margen bruto y operativo.
- **Adecuada cobertura para honrar obligaciones financieras:** A la fecha de estudio, el Originador cuenta con una mayor cobertura para honrar el servicio de la deuda de corto y largo plazo pasando de 1.6 a 1.8 veces, coincidiendo con lo proyectado en la Emisión, gracias a la restructuración de pasivos y del desempeño del EBITDA respaldado por la estabilidad en sus ingresos provenientes principalmente de ventas de azúcar cruda y blanca.
- **Moderado apalancamiento:** El Originador presentó un apalancamiento patrimonial de 2.4 veces, a partir del incremento en los pasivos (+12.9%), originados por el mayor uso de las líneas de financiamiento aprobadas y de la participación del Fondo de Titularización, no obstante, dicho ratio se posicionó similar al promedio de los últimos cinco años (2.4 veces).
- **Mercado azucarero regulado y con presencia de Tratados de Libre Comercio:** El mercado del azúcar es regulado y dirigido a través del Consejo Salvadoreño de la Agroindustria Azucarera (CONSAA) el cual establece el marco regulatorio para las relaciones existentes entre los ingenios y los cañeros, así como con los mercados a los que abastecen. Por otra parte, el sector azucarero cuenta con importantes compromisos consignados con los Tratados Comerciales (CAFTA, TRQ, Unión Europea) que le otorgan beneficios arancelarios que ayudan a ofrecer precios más competitivos en el mercado mundial.

## Factores Claves

---

### Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- Crecimiento sostenido de los ingresos del Originador que eleven los márgenes y rentabilidad del negocio.

### Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Reducción en los niveles de ingresos acompañado de mayores costos de producción que deterioren los márgenes y rentabilidad del negocio.
- Incremento en los niveles de apalancamiento patrimonial y menor cobertura de gastos financieros.
- Incumplimientos de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.

## Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050, El Salvador), vigente desde noviembre de 2021, y normalizada bajo los lineamientos del Art.8 y 9 de la "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

## Información Utilizada para la Clasificación

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo.
- **Perfil e Información Financiera del Originador:** Reseña, Gobierno Corporativo y Estados Financieros Auditados del 31 de diciembre del 2017 al 2021 del Ingenio El Ángel, S.A. de C.V.
- **Información sobre la Emisión:** Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVIEA 01, Contrato de Cesión y Administración FTHVIEA 01, Instrucción Irrevocable de Depósito - FTHVIEA 01, Convenio de Cuentas Bancarias del Fondo.

## Limitaciones Potenciales para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** Al período de análisis, no se encontraron limitaciones en la información financiera proporcionada por el Originador.
- **Limitaciones potenciales:**
  - PCR dará seguimiento a la capacidad del Fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago de capital e intereses, así como el cumplimiento de los aspectos legales establecidos en el contrato de titularización, los cuales podrían verse afectados ante eventos climatológicos tales como: sequías, incendios, tormentas tropicales, así como por desperfectos en el funcionamiento de la planta y maquinaria del Originador, que podrían implicar en una interrupción en la producción de los principales productos, comprometiendo la generación esperada de los ingresos cedidos a la Emisión.
  - PCR dará seguimiento al cumplimiento de las proyecciones financieras del Originador, en las cuales se estima un indicador de apalancamiento promedio de 2.1 veces, por lo que una tendencia creciente en este indicador podría ser motivo de una revisión en la clasificación. A la fecha de estudio, dado el mayor uso de líneas de financiamiento con mayores tasas activas, el indicador cerró en 2.4 veces.

## Panorama Internacional

Tras una recesión en el 2020 no vista en décadas (la peor desde la gran depresión de los años 1930 según el Fondo Monetario Internacional), que afectó principalmente en los sectores económico, social y salud, llegó el 2021 con una recuperación de la economía mundial a pesar del resurgimiento de la pandemia por el SARS-CoV-2 con las variantes Delta y Ómicron, a partir del acceso a las vacunas y de las diversas políticas monetarias y fiscales aplicadas por los bancos centrales de las economías, con el objetivo de proteger principalmente los mercados financieros.

Por lo anterior, en julio de 2021 se proyectó un crecimiento económico en el PIB mundial de 5% para el 2022; sin embargo, debido a un deterioro de las economías en general durante esa misma fecha, y de la rápida propagación de las nuevas variantes, se corrigió a un crecimiento de 4.9%. Con lo anterior, se estimarían importantes crecimientos para economías como la de Estados Unidos, la Eurozona y Japón en el orden de 5.2%, 4.3% y 3.2% respectivamente, mientras que China presentará un crecimiento del 5.6%, y las economías de bajos ingresos percibirán una expansión económica de 5.1%.

Por su parte, la pandemia y sus variantes han revelado las asimetrías existentes en la capacidad de respuesta de los distintos países. Por el lado de políticas fiscales, si bien es cierto han existido distintas maneras de mitigar los efectos de la crisis e iniciar la pronta recuperación, esto ha significado un mayor nivel de endeudamiento en los países que ya presentaban problemas fiscales. En cuanto a los suministros, estos han presentado un mayor estancamiento económico para la recuperación mundial esperada, pues dadas las restricciones por la pandemia, el flujo de transportes marítimos se ha visto limitado, generando escasez de contenedores, afectando importantes mercados como el automotriz, cuya producción en Europa cayó fuertemente dada la escasez de productos intermedios.

Por el lado del comercio, la Organización Mundial del Comercio (OMC) espera un crecimiento del 8% para el 2022, tras una buena recuperación en 2021, luego de la caída de 5.4% en el 2020. Esto, producto de los estímulos fiscales y monetarios aplicados por los gobiernos que fueron mucho mayores en magnitud y amplitud geográfica a los otorgados en la crisis mundial de 2008 los cuales ayudaron a evitar una mayor caída de la demanda mundial y el comercio. Al mismo tiempo, las restricciones impuestas en viajes y algunos cierres de fronteras generaron un efecto sustitución en el gasto de los hogares, los cuales destinaron mayores recursos para la compra de bienes. Asimismo, la adaptación en hogares y empresas al trabajo remoto fue acogida rápidamente y con ello hubo una recuperación en la producción que permitió mantener la generación de renta y la demanda.

Al recuperarse el comercio, aumentaron los precios de los productos primarios en 38% en 2021 respecto al 2020, mientras que el crecimiento registrado sin incluir la energía fue de 30%. Por su parte, la variación de los productos agroalimentarios, metales y minerales, y productos energéticos fue de 20%, 38% y 58% respectivamente. Lo anterior, generó un fuerte escenario inflacionario, donde países como Estados Unidos, China y de la zona euro han registrado tasas históricas, causando un aumento en las tasas de rendimiento de los bonos soberanos de largo plazo de los países considerados como refugio. Por último, aun cuando el empleo estuvo por debajo de los niveles previos a la pandemia en varias economías, la inflación aumentó y con ello, las disyuntivas en la toma de decisiones ante esta situación, pues a medida se regulariza la actividad económica, existe un aumento de la demanda, cuya oferta no avanza con la misma velocidad.

### **Desempeño Económico**

De acuerdo con la última información disponible en el Banco Central de Reserva (BCR) a noviembre 2021, la actividad productiva del país medida por la variación interanual del índice de Volumen a la Actividad Económica (IVAE) refleja una tasa de crecimiento del 4.2%, mostrando una desaceleración comparada con los niveles de crecimiento de los meses previos, influenciados por el efecto rebote. Tres de los nueve sectores económicos englobados dentro del IVAE reflejaron resultados contractivos, siendo los más relevantes el de las "Actividades Financieras y de Seguros" (-10.88%), "Construcción" (-5.3%) y "Actividades Inmobiliarias" (-5.6%). Mientras que los sectores que reflejaron mayores crecimientos fueron el de "Actividades Profesionales, Científicas, Técnicas y otros servicios" y el sector de "Actividades de Administración Pública y Defensa, Enseñanza, Salud y Asistencia Social" con un +14.24% y +10.38% respectivamente (mayo 2021: +40.1% y 10.7%).

Por otra parte, al analizar el PIB desde enfoque del gasto a precios corrientes, el consumo privado presenta un crecimiento del 21.82%, representando el 83.7% del PIB a septiembre 2021, lo cual fue influenciado por la mayor recepción de remesas que a la fecha de análisis reportaron un importante crecimiento de 26.77% (+US\$1,587 millones), incrementando su representación respecto del PIB estimado para diciembre 2021 con un porcentaje de 35.9% (dic-20: 24.1%), profundizando la dependencia del país a la recepción de remesas y reflejando la recuperación del mercado laboral de Estados Unidos que reporta una tasa de desempleo del 3.9%, siendo inferior a la del mismo período del año previo (6.7%).

El aumento en el consumo privado también benefició los ingresos fiscales del Sector Público No Financiero el cual reflejó un crecimiento de 23.4%, producto del alza en la recaudación tributaria del orden de 21.20% proveniente del impuesto al valor agregado y renta que se han visto favorecidos por la reactivación de los distintos sectores de la economía. A su vez, los gastos fiscales presentaron una desaceleración resultando en un déficit fiscal menor al reportado el período pasado, pero, manteniéndose en altos niveles al representar un 7.7% del PIB estimado a diciembre 2021, generando una mayor necesidad de financiamiento. El déficit fue financiado con una deuda externa neta de US\$795.23 millones y con US\$520.48 millones de deuda interna neta.

A diciembre de 2021, la deuda pública total se ubicó en US\$24,113 millones, reflejando un incremento interanual de US\$1,491 millones (+6.59%). La expansión de la deuda proviene del uso de diversos instrumentos financieros dentro de los cuales destacan la emisión de Certificados del Tesoro (CETES) y Letras del Tesoro (LETES), así como deuda adquirida con organismos multilaterales e inversionistas. Con el endeudamiento alcanzado a diciembre 2021 y considerando la proyección del PIB desarrollada por el BCR, el ratio Deuda/PIB se ubicó en 89%. Este contexto de las finanzas públicas ha generado una mayor percepción del riesgo soberano, ya que el EMBI al cierre del 2021 se ubicó en 14.91 puntos básicos, solo estando por debajo de Venezuela y Argentina.

Respecto a las variables externas, las exportaciones presentan un mayor dinamismo colocándose por encima del promedio regional. A diciembre de 2021, las exportaciones FOB totalizan en US\$6,629 millones, reflejando un efecto rebote de US\$1,600 millones (+31.8%), siendo las más dinámica de la región según el informe macroeconómico publicado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Lo anterior se refleja en un mayor dinamismo de la industria manufacturera del país, que según datos del BCR, presentó mejores resultados en los sectores de fabricación de prendas de vestir, productos textiles, fabricación de metales y fabricación de caucho y plástico, siendo el sector textil el más influyente con exportaciones que representan el 41% de las exportaciones totales a diciembre 2021.

Por otro lado, el índice de precios al consumidor (IPC) presentó una tasa de crecimiento del +6.11%, siendo superior al promedio de los últimos 10 años (+1.42%). Lo anterior se asocia con la recuperación de la demanda debido a la reactivación económica que ha generado un desequilibrio en el mercado. Los sectores que mayor impacto han reflejado son los de "Alimentos y Bebidas no alcohólicas" (+7.96%), "Transporte" (+9.45%) y "Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros Combustibles" (+6.97%). Las elevadas tasas inflacionarias también guardan relación con una alta dependencia del petróleo y sus derivados los cuales han presentado un incremento en su precio, al igual que el alza generalizada en los precios de los alimentos.

En lo referente al sistema financiero, al cierre de 2021 se observó una tendencia positiva en las tasas pasivas influenciadas por la desaceleración de la liquidez global del sector privado, así como el crecimiento en el riesgo soberano, por su parte, las tasas activas mantuvieron una tendencia negativa debido a la alta liquidez del sector privado, generando una reducción del spread bancario e impactando en los márgenes financieros y rentabilidad de las instituciones. Finalmente, el efecto de la inflación en el sistema financiero ha resultado en tasas pasivas reales negativas generando un deterioro en el valor debido a que estas no logran cubrir la cuota inflacionaria del país (6.11%).

De acuerdo con el Banco Mundial, para 2022 hay buenas expectativas de crecimiento para la economía salvadoreña estimando un crecimiento de 4.00% producto de la reactivación por completo de todas las actividades económicas y el nivel de avance de la población vacunada contra el COVID-19. Este crecimiento implica ciertos retos en materia de déficit fiscal, dinamización de la actividad económica, control de las presiones inflacionarias y estimulación en la generación de empleo formal para mejorar la actual vulnerabilidad de las finanzas públicas del país, el alza en el riesgo soberano y el consecuente incremento en los costos de financiamiento.

### Sector Azucarero de El Salvador

En El Salvador, el azúcar se comercializa en tres tipos de mercados diferentes: El Mercado local, a través de DIZUCAR y sus empresas relacionadas las cuales que se encargan de abastecer los productos a todo el territorio salvadoreño; el mercado preferencial, que consiste en el comercio exterior a través de tratados arancelarios (CAFTA-DR, TRQ, UE); y el Mercado mundial o "libre", donde se transan los volúmenes que quedan fuera de convenios especiales y los excedentes luego de cumplir con la cuota para abastecer el mercado local de cada ingenio, mediante el uso de la Bolsa de Valores usando contratos de futuros, especialmente bajo el contrato 11, el cual permite transar azúcar cruda de caña a granel a precio FOB en centavos americanos por libra, contando cada contrato con un volumen de 50.8 toneladas métricas, donde participan economías latinoamericanas.

Desde el modelo agroexportador desarrollado en El Salvador, el azúcar se ha destacado como uno de los principales productos comercializados en el exterior. Según información disponible en el BCR, a 2021 la participación del mercado del azúcar representa el 3.5% de las exportaciones en general, tornándose en un sector fundamental para el desarrollo del país. En ese sentido, el azúcar a nivel mundial se obtiene en más de un 75% de la caña de azúcar, que es un cultivo propio de las regiones tropicales y subtropicales como la de El Salvador. Este cultivo tiene su primera cosecha aproximadamente a los doce meses de sembrada, con la característica de regenerarse año con año hasta un máximo de seis años. A partir de este último año, su rendimiento empieza a disminuir por lo que es importante renovar la plantación para obtener mejores rendimientos.

El rendimiento que obtienen los ingenios<sup>2</sup> de la caña de azúcar se asocia a diversos factores como la siembra, la calidad y cantidad del insumo empleado, la técnica de fertilización, el momento de rozamiento, la topografía del terreno en que se cultiva, las condiciones climáticas del período de zafra, la calidad de la maquinaria que posea el ingenio, entre otros. Según datos del Consejo Salvadoreño de la Agroindustria Azucarera (CONSAA) al cierre del 2021 se contabilizó en la zafra<sup>3</sup> 2021/2022 más de 72.5 miles hectáreas de área cosechada en verde a nivel nacional, las cuales generaron más de 6,302 miles toneladas de caña molida<sup>4</sup> procesada en los seis procesadores de azúcar que conforman el mercado de ingenios.

INGENIOS DE EL SALVADOR		
NOMBRE DEL INGENIO	SOCIEDAD PROPIETARIA Y ADMINISTRADORA	PRODUCCIÓN DE AZÚCAR ZAFRA 2020/2021 (%) PRELIMINAR
INGENIO CENTRAL IZALCO	COMPAÑÍA AZUCARERA SALVADOREÑA, S.A. DE C.V.	25.40%
INGENIO EL ÁNGEL	INGENIO EL ÁNGEL, S.A. DE C.V.	24.83%
INGENIO CHAPARRASTIQUE	INGENIO CHAPARRASTIQUE, S.A. DE C.V.	15.61%
INGENIO JIBOA	INJIBOA, S.A.	13.58%
INGENIO LA CABAÑA	INGENIO LA CABAÑA, S.A. DE C.V.	14.53%
INGENIO LA MAGDALENA	INGENIO LA MAGDALENA, S.A.	6.05%

Fuente: CONSAA / Elaboración: PCR

La Ley de Privatización de Ingenios y Plantas de Alcohol, de agosto de 1994 estableció los mecanismos para transferir a accionistas privados las plantas procesadoras de caña azúcar. Actualmente, la totalidad del mercado es privado y es regulado por la Ley de la Producción, Industrialización y Comercialización de la Agroindustria Azucarera de El Salvador, creada desde el año 2001, la cual tiene por objeto normar las relaciones entre los ingenios y los cañeros. El cumplimiento de dicha Ley es supervisado por el Consejo Salvadoreño de la Agroindustria Azucarera (CONSAA), aplicando lo establecido en el "Reglamento de Distribución de Asignaciones Anuales De Azúcar para los Mercados Interno, Preferencial y Mundial", para determinar la forma de cómo el Estado asignará, mediante acuerdo ejecutivo del Ministerio de Economía, a cada uno de los ingenios el porcentaje de la demanda de azúcar a vender en el mercado.

<sup>2</sup> En la Ley del Azúcar se conocen como "Centrales Azucareras o Ingenios" a las personas naturales o jurídicas propietarias de las instalaciones dedicadas al procesamiento y transformación industrial de la caña de azúcar, los cuales tienen participación en el Directorio del CONSAA.

<sup>3</sup> Término utilizado para hacer referencia a la cosecha y recolección de la caña la cual comprende los meses de noviembre y abril de cada año. Por su parte, según la Ley de la Producción, Industrialización y Comercialización de La Agroindustria Azucarera De El Salvador, se entiende como año zafra al período comprendido entre el primer día de noviembre de un año y el último día de octubre del siguiente.

<sup>4</sup> Informe Preliminar De Producción de Zafra 2020/2021, CONSAA.

Para garantizar el buen funcionamiento entre ingenios y productores de caña de azúcar, el artículo 33 de la referida Ley, establece que para la venta de la producción de caña es necesario que se realice bajo un contrato de compraventa o documento autenticando la cantidad estimada de caña de azúcar procedente de una determinada plantación de caña de azúcar. De acuerdo con la Ley, una vez se cumpla con la cuota signada en el mercado local y preferencial, los ingenios por medio de la Asociación Azucarera de El Salvador pueden colocar sus excedentes en el mercado internacional, cuyo comportamiento se encuentra asociado a la dinámica de la oferta y demanda global.

## **Análisis del Originador**

### **Reseña**

Ingenio El Ángel inició sus operaciones en el año 1882 con una producción de 20,000 quintales convirtiéndose como el ingenio formalmente constituido más antiguo de El Salvador. Posteriormente, en el año 1971, la sociedad Productos Nacionales decidió separar la gestión Industrial de la agrícola, con el fin de garantizar la debida modernización de ambos sectores. A partir de esta separación, surgió Ingenio El Ángel S.A. para administrar la parte industrial de la elaboración de azúcar. Actualmente el Originador cuenta con una capacidad instalada para procesar alrededor de 14 mil toneladas de caña de azúcar diaria, y cuenta con 69.6 hectáreas de área cosechada junto con 1,525 manzanas con sistema de riego por goteo para el óptimo cuidado de la zafra.

La misión del Originador es ser un grupo empresarial cuyo enfoque esté en la creación de inversión, empleo y desarrollo sostenible en El Salvador, generando eficiencias y productividad a través de la innovación y diversificación integral de productos y servicios agrícolas e industriales, buscando ser competitivos a nivel global. Por su parte, su visión se centra en trascender las fronteras del país a través de la diversificación de productos y servicios con estándares de calidad mundial, siendo sostenibles y a la vez, manteniendo un compromiso con el futuro de las nuevas generaciones.

### **Productos**

El producto principal que se produce en la planta del Originador es el azúcar, de donde se derivan diversos tipos de azúcares como: sulfatada, morena y refinada, entre otras, las cuales abastecen el mercado interno, preferencial y mundial: Estados Unidos, Reino Unido, Europa y Asia. El Originador cuenta con contratos celebrados con sus clientes, donde se destacan empresas del rubro alimentario (lácteos, bebidas gaseosas, chocolates, dulces, caramelos) y por las grandes cadenas de hipermercados y supermercados.

### **Gobierno Corporativo**

La Junta Directiva del Originador se inscribió bajo el asiento registral número 2018412472, desde el 2018 hasta la actualidad. Por su parte, las operaciones del Originador estuvieron a cargo de los siguientes funcionarios los cuales presentan una larga trayectoria en el rubro del azúcar.

<b>JUNTA DIRECTIVA</b>		<b>PLANA GERENCIAL</b>	
<b>FUNCIONARIO</b>	<b>CARGO</b>	<b>FUNCIONARIO</b>	<b>CARGO</b>
Juan Tennant Wright Castro	Director Presidente	Enzo Rigoberto Graniello Chacón	Gerente General
Francisco José Barrientos	Director Secretario	José Adolfo Cuellar Vargas	Gerente Financiero
Diego Herbert de Sola Jokisch	Director Tesorero	Marco Antonio Hernández	Contador General
Herbert Arturo de Sola Wright	Primer Director	Germán Atilio Molina	Superintendente de Planta
Ernesto Allwood Lagos	Segundo Director	Carmen Elena Calderon	Gerente de RRHH
Enzo Rigoberto Graniello Chacón	Director Suplente	Víctor Manuel López García	Gerente Agrícola
		Ernesto Alexander Arana	Auditor Interno

Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

De acuerdo con lo anterior, PCR considera que el Originador, al ser el Administrador del Fondo designado por la Titularizadora, brindará un conveniente seguimiento de las diferentes actividades que involucran las operaciones del ingenio, gracias a su amplia experiencia en el rubro y su sólido posicionamiento en el mercado, así como su adecuada estructura organizacional con la cual se desarrollan sus operaciones.

### **Estrategias**

El Originador invierte constantemente en la innovación y tecnología de punta en busca de soluciones integrales y creativas para enfrentar los retos que presentan cotidianamente. A la fecha de análisis, se encuentra en un proceso de innovación Agrícola con el propósito de ejecutar una diversificación de cultivos alternativos, como una solución integral, sostenible y creativa que genera valor y contribuye al desarrollo económico y social de una región, que tradicionalmente ha sido cañera.

## **Análisis Financiero del Originador**

### **Balance General**

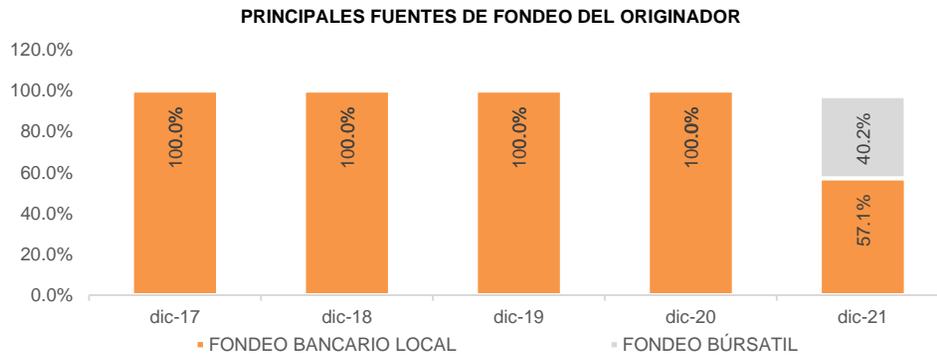
#### **Activos**

A la fecha de análisis, el Originador mostró una estabilidad en el nivel de activos totales los cuales cerraron en US\$296,710 miles, con un crecimiento interanual de 8.5% (+US\$23,270 miles), impulsados por mayores cuentas por cobrar a comerciales (+US\$16,190 miles) e inversiones permanentes colocadas en empresas asociadas y subsidiarias del Ingenio El Ángel (+US\$5,671 miles), las cuales cubrieron adecuadamente la depreciación contabilizada en la Propiedad Planta y Equipo en US\$4,641 miles. Lo anterior, como efecto de la mayor comercialización al crédito de sus productos, principalmente con clientes del exterior.

Derivado del giro del negocio, los activos no corrientes fueron los que mayor participación tuvieron al representar el 75.2% del total, atribuible a la porción que representa la Propiedad, Planta y Equipo, donde se contabiliza la maquinaria y equipo industrial que utiliza el ingenio para la transformación del azúcar en los productos que comercializa. Por su parte, los activos corrientes representaron el 24.8% a la fecha de estudio, compuestos por los inventarios y cuentas por cobrar a comerciales, relacionadas a cobros a clientes del exterior.

### Pasivos

Respecto a los pasivos del Ingenio El Ángel, estos también mostraron una expansión, donde al período de evaluación cerraron en US\$208,935 miles, equivalentes a un crecimiento US\$23,911 miles (+12.9%), en similar proporción al incremento de los activos. Lo anterior, por el mayor saldo de préstamos de corto plazo (+US\$16,367 miles) y de la nueva línea de financiamiento con el Fondo de Titularización FTHVIEA colocado a finales del año 2021 en el mercado bursátil salvadoreño, con un saldo contable tanto de corto y largo plazo de US\$77,805 miles, destinado para sustituir deuda bancaria de largo plazo, la cual redujo su saldo en US\$59,956 miles.



Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

El promedio de los pasivos totales del Originador en los últimos cinco años ha mostrado proporcionalidad entre los compromisos de corto y largo plazo (49.3% y 50.7%, respectivamente), donde a la fecha de estudio los pasivos corrientes significaron 44.7% y los no corrientes el 55.3%.

El fondeo del Originador es destinado fundamentalmente para impulsar el capital de trabajo, comprar e industrializar la caña de azúcar, realizar reparaciones y mantenimientos de su maquinaria, entre otras actividades que contribuyen a la correcta operatividad del Ingenio. En ese sentido, a partir de la solidez financiera, éste exhibe una fuente de fondeo diversificada contratada con instituciones financieras de prestigio de la banca local y del mercado bursátil, con tasas de interés que oscilan entre el 5.5% y 8.3%, y con vencimientos principalmente de largo plazo, donde el 85.7% muestran un vencimiento menor a cinco años, en coherencia con la dinámica del giro del negocio de corto plazo. Por su parte, para acceder a los fondeos con la banca local, el Ingenio ha proporcionado como garantía diversas hipotecas y recursos fiduciarios por un monto de US\$29,457 miles.

### VENCIMIENTO DE OBLIGACIONES FINANCIERAS DE LARGO PLAZO

VENCIMIENTO DE PRÉSTAMOS	dic-19	dic-20	dic-21
SALDO DE PRÉSTAMOS	79,213	95,607	29,457
MENOR A 5 AÑOS	84.5%	61.5%	85.7%
MÁS DE 5 AÑOS	15.5%	38.5%	14.3%

Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

### Patrimonio

El patrimonio del Originador cerró en US\$87,775 miles, mostrando una mínima contracción interanual de US\$641 miles, atribuibles a la constitución de una reserva adicional por US\$5,000 miles como buena práctica financiera para respaldar liquidaciones futuras contra los resultados del Ingenio. Por su parte, dicho patrimonio está fundamentalmente compuesto por el capital social y las utilidades acumuladas con el 28.3% y 61.8%, respectivamente, donde estos últimos mostraron una evolución destacable de US\$4,359 miles, los cuales permitieron una distribución de utilidades por US\$7,714 miles.

La buena dinámica observada en el patrimonio del Originador, el cual mostró una tasa de crecimiento compuesto (CAGR) de 5.1%, le permite contar con un adecuado respaldo patrimonial para desarrollar sus operaciones en el mediano plazo.

### Ingresos del Originador

Al revisar la evolución de los ingresos totales del Originador de los últimos cinco años, estos han mostrado una estabilidad en el tiempo con un CAGR del 1%, a partir de la legislación local que asigna una cuota en la participación de mercado de los ingenios quinquenalmente determinada por su evolución histórica; sin embargo, dado que al Originador se le asignó una mayor cuota de mercado para el periodo de 2019 al 2023, pasando de 21.8% a 23.1%, le ha permitido alcanzar niveles de ingresos mayores. Por lo anterior, aunando a los mejores precios de comercialización en los productos del Ingenio, principalmente del azúcar cruda y de energía producida a partir del bagazo de la caña, al revisar las ventas interanuales, estas reportaron un importante crecimiento de 11.7%, equivalentes a US\$14,570 miles.

La estructura de ingresos del Originador guarda relación directa con las ventas provenientes propiamente de la transformación de la caña de azúcar, cuyos ingresos industriales históricamente han representado más del 80% del negocio, seguido de otros ingresos que se generan a partir de actividades y servicios relacionados.



Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

Las ventas estuvieron principalmente compuestas por la comercialización de productos industriales derivados de la caña de azúcar (azúcar cruda, azúcar blanca, melaza, electricidad y azúcar refinada), las cuales representaron el 88.4% dentro del total de ingresos, alcanzando niveles históricos de US\$124,363 miles, equivalentes a una evolución del 13.4%, y totalizando un monto de US\$14,652 miles. A nivel de participación por línea de producto, este segmento fue promovido principalmente por la venta de azúcar cruda (+22.6%; +US\$10,592 miles) impulsada por el mayor volumen y precios, y de la venta de electricidad (+32.2%; +US\$4,395 miles) derivado del incremento en los precios del petróleo lo cual influyó para que la matriz energética salvadoreña se alimentara de fuentes renovables. Lo anterior, amortiguó las menores ventas de melaza cuyo saldo cerró en US\$1,401 miles.

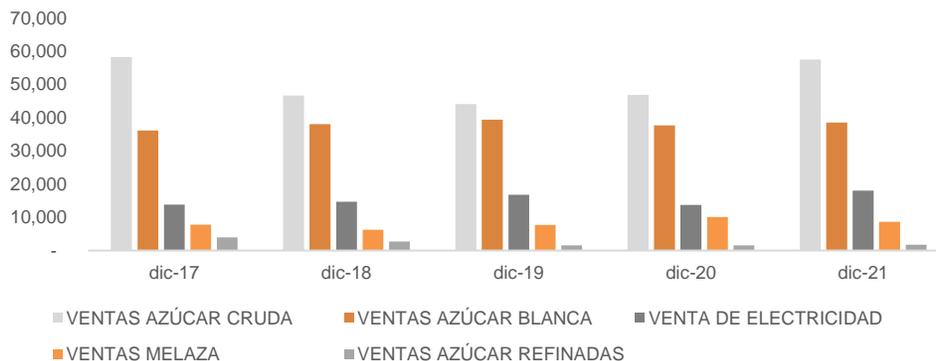
**EVOLUCIÓN POR LÍNEA DE PRODUCTO DEL SEGMENTO INDUSTRIAL**

LÍNEA DE PRODUCTO	DETALLE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
AZÚCAR CRUDA	QQ PRODUCIDOS	2,514.8	2,385.3	2,636.1	2,534.2	2,996.0
	VENTAS TOTALES	58,221.7	46,614.9	44,010.9	46,807.3	57,399.5
	PRECIO PROMEDIO	23.2	19.5	16.7	18.5	19.2
AZÚCAR BLANCA Y REFINADA	QQ PRODUCIDOS	1,387.6	1,413.7	1,409.9	1,326.7	1,397.3
	VENTAS TOTALES	38,448.2	38,633.6	39,147.3	37,511.9	38,703.9
	PRECIO PROMEDIO	27.7	27.3	27.8	28.3	27.7
MELAZA	GALONES PRODUCIDOS	13,905.3	11,086.7	11,902.9	13,481.5	11,489.2
	VENTAS TOTALES	7,800.4	6,223.9	7,708.3	10,076.1	8,675.5
	PRECIO PROMEDIO	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
ENERGÍA	MEGAVATIOS GENERADOS	133.0	132.5	148.7	154.9	167.6
	VENTAS TOTALES	11,278.0	11,800.4	13,456.9	9,817.9	13,428.8
	PRECIO PROMEDIO	84.8	89.1	90.5	63.4	80.1

Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

Las ventas industriales del Ingenio estuvieron compuestas por el azúcar cruda con una participación promedio del 43.1% para el período del 2017 a 2021, seguido del azúcar blanca con un promedio de 32.5% y la venta de electricidad con el 13.2%.

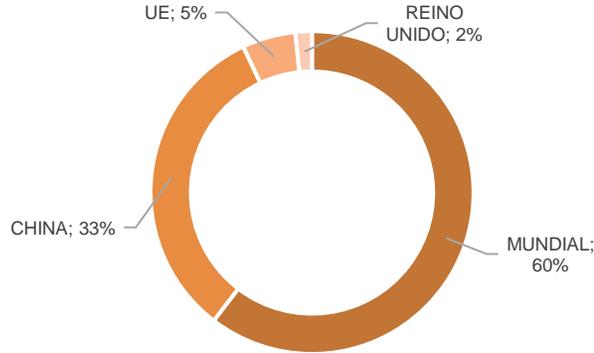
**EVOLUCIÓN DE PRODUCTOS INDUSTRIALES (US\$ MILES)**



Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

Dentro de las líneas de productos del segmento industrial que se destinan a atender especialmente a los mercados preferenciales y mundiales, se encuentran el azúcar cruda. En ese sentido, la producción registrada a la fecha de estudio fue de 2,721 quintales, superando la producción de 2020 (2,512 QQ), gracias a la mayor demanda de China y Reino Unido. Producto de efectos externos que influyeron en el precio internacional de este tipo de azúcar, se evidenció un alza en el precio por quintal, el cual pasó de US\$17.6 a US\$18.3 a la fecha de estudio.

### DISTRIBUCIÓN POR PAÍS DE LA EXPORTACIÓN DEL AZÚCAR CRUDA (%)

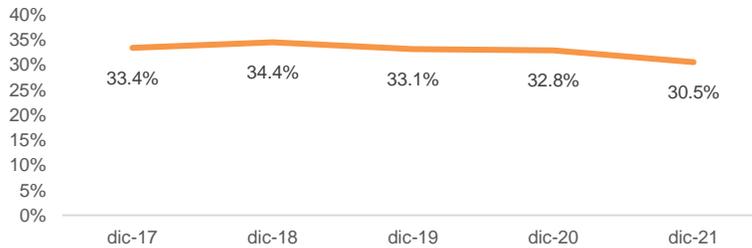


Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

Por su parte, como consecuencia del incremento general en el nivel de precios del país, se observó un aumento en los costos del negocio, donde el costo de producción que contempla el costo industrial se incrementó en US\$13,697 miles (+20.3%), al igual que las ventas varias (US\$376 miles +2.3%), incidiendo para que los costos totales contabilizaran los US\$96,690 miles, equivalentes a US\$13,038 miles (+15.6%); sin embargo, a partir de la buena evolución de las ventas alcanzadas, la utilidad bruta evidenció una expansión de US\$1,531 miles, equivalente a una tasa de crecimiento de 3.7% lo cual benefició el resultado operativo.

Al observar el desempeño del margen bruto, se observó una posición menos competitiva en el nivel de venta, a partir del mayor incremento de los costos de producción respecto a la dinámica observada en el nivel de demanda de los productos del ingenio (+11.7%), incidiendo para que el margen bruto pasara de 32.8% a 30.5% a la fecha de estudio, situándose como el margen más bajo de los últimos cinco años, dada la sensibilidad del negocio ante incrementos en los costos.

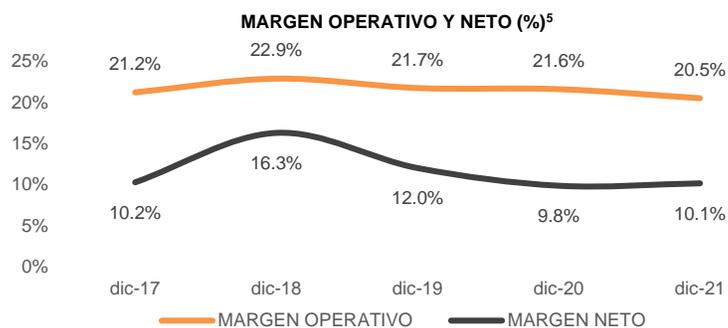
### MARGEN BRUTO SOBRE DE VENTAS (%)



Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

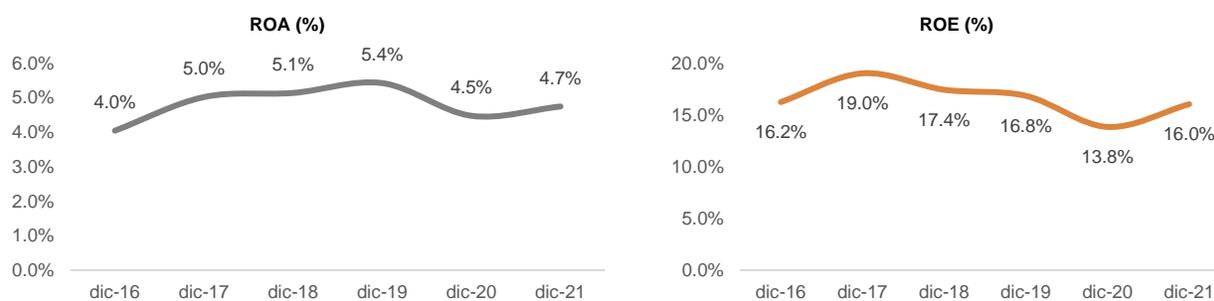
El Originador aplicó acciones para controlar sus gastos operacionales (administrativos, ventas y agrícolas), los cuales mostraron una reducción del 0.5% (-US\$71 miles), gracias a la mayor eficiencia reportada en los gastos de venta (-US\$124 miles) y gastos agrícolas (-US\$84 miles), lo cual amortiguó el crecimiento en US\$137 miles de los gastos de administración, derivado de mayores erogaciones en la adquisición de diversos repuestos, materiales y accesorios, y del pago de servicios profesionales. Por lo anterior, el resultado operativo mostró un aumento de 6% (+US\$1,602 miles), alcanzando un valor de US\$42,433 miles, permitiendo mantener relativamente estable el margen operativo del negocio el cual pasó de 21.6% a 20.5% a la fecha de estudio.

Pese a la reducción en US\$11,298 miles de otros ingresos netos, como consecuencia de mayores gastos financieros (+3.4%; US\$423 miles) por el efecto de la expansión en las tasas de interés en algunas líneas de crédito bancarias, y por la reducción de otro tipo de ingresos (-1.2%; -US\$20 miles), el comportamiento adecuado de la utilidad operativa absorbió oportunamente dicha reducción, generando que la utilidad antes de impuestos totalizara los US\$1,182 miles (+7.4%), alcanzando un monto de US\$17,177 miles, permitiendo que la utilidad neta cerrara en US\$14,073 miles, equivalentes a una evolución del 15.1%, elevando la rentabilidad del negocio.



Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

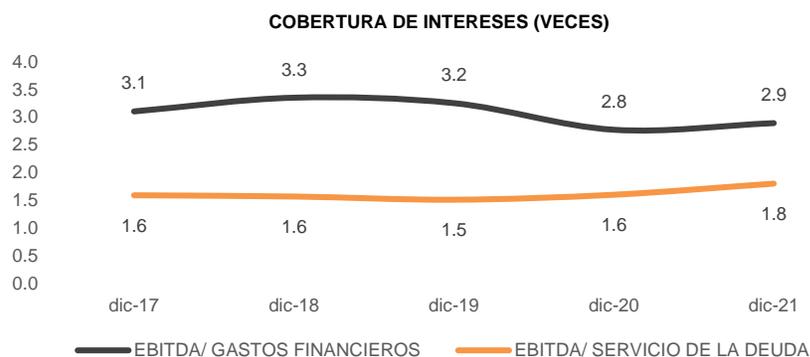
Por lo anterior, según la composición del multiplicador del capital (ratio Dupont), gracias a la estabilidad en la rotación de los activos del Ingenio y la mayor utilidad neta la cual permitió un mejor margen neto (9.8% a 10.1%), el ROA presentó una evolución favorable de 4.7% (diciembre 2020: 4.5%), mientras que el ROE pasó de 13.8% a 16% a la fecha de estudio. No obstante, es importante destacar que a pesar de la mejora en las métricas de rentabilidad, el Originador se posicionó ligeramente por debajo del promedio de los últimos cinco años (ROA: 5%; ROE: 16.6%) limitado por el decremento del margen bruto y operativo.



Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

### Cobertura

Al período de análisis, el EBITDA cerró en US\$36,804 miles, presentando un crecimiento interanual de 7.9%, estimulado por el crecimiento en la utilidad de operación, el mayor monto de depreciación acumulada (+19%), y los gastos financieros (+3.4%). En ese sentido, al evaluar la cobertura de EBITDA respecto a los gastos financieros, se observó una buena cobertura de 2.9 veces (diciembre 2020: 2.8 veces), manteniendo un comportamiento estable para atender sus compromisos financieros. Por otra parte, al considerar la cobertura que representó el EBITDA respecto al servicio de la deuda del Originador, ésta se situó en 1.8 veces, superior al 1.6 veces reportado a la fecha anterior, gracias a la amortización de líneas bancarias principalmente de largo plazo.

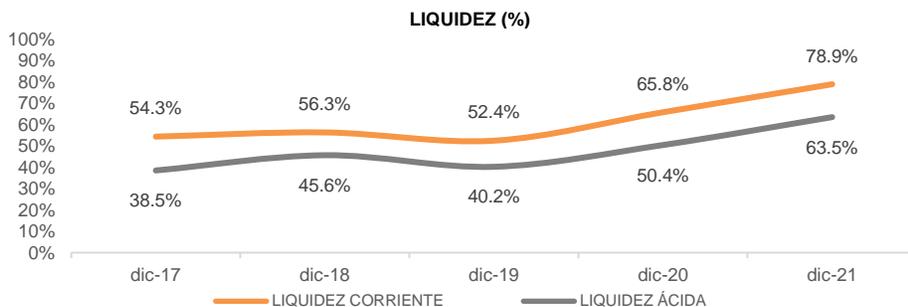


Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

<sup>5</sup> No se considera el revalúo de inmuebles por US\$5,180 miles del otro resultado integral reportado en 2018.

## Liquidez

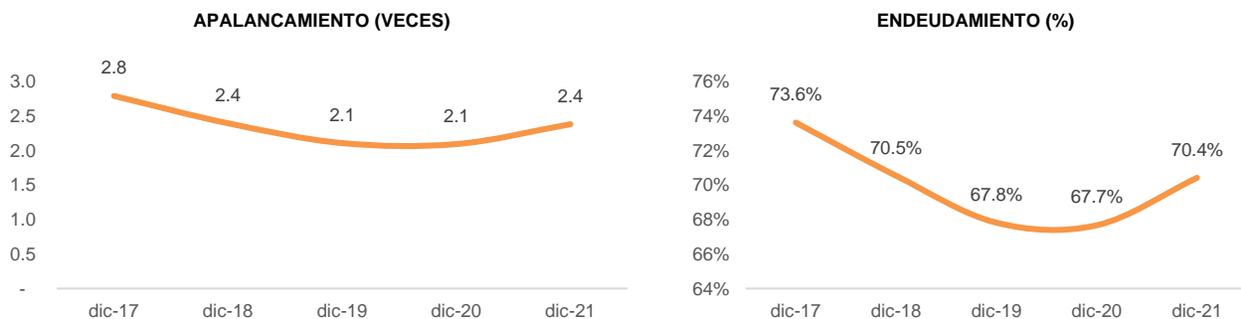
Al período de estudio, la liquidez corriente del Originador se ubicó en 78.9%, mostrando una posición mayor respecto al año previo de comparación (diciembre 2020: 65.8% veces), como resultado del incremento en mayor proporción de los activos líquidos (+34%) respecto a la expansión en el saldo de las obligaciones financieras de corto plazo (+11.8%). Asimismo, al evaluar el indicador de liquidez ácida, que excluye los inventarios del activo corriente con el propósito de estresar aún más el indicador de liquidez, éste se mantuvo en posiciones mayores a las reportadas en la fecha previa, cerrando en 63.5% (diciembre 2020: 50.4%), influenciada por el aumento de los inventarios (+12.1%). En ambos casos, se identificó que la empresa cuenta con una capacidad adecuada para cumplir con sus obligaciones de más corto plazo.



Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

## Endeudamiento y Solvencia

El ratio de apalancamiento patrimonial, que considera el número de veces que las obligaciones totales están comprometidas con el patrimonio, sufrió un aumento al pasar de 2.1 a 2.4 veces, a partir del incremento de los pasivos (+12.9%), originados por el mayor uso de las líneas de financiamiento aprobadas al Originador y de la participación del Fondo de Titularización, considerándose un nivel moderado de apalancamiento; sin embargo, dicho ratio se posicionó similar al promedio de los últimos cinco años (2.4 veces). Por su parte, la razón de endeudamiento, medida como los pasivos entre los activos, se situó en 70.4%, similar al promedio de los últimos cinco años (70%), significando para ambos ratios un nivel de endeudamiento moderado.



Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

## Perfil de la Titularizadora

### Reseña

Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora es una empresa salvadoreña cuya finalidad es brindar liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño, regional y otras entidades del sector público, mediante la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales a través de la constitución y administración de Fondos de Titularización, en conformidad con la Ley de Titularización de Activos. La empresa ofrece servicios de estudio de factibilidad, así como la estructuración de proyectos de Titularización. Hencorp Valores en su calidad de Sociedad Titularizadora se encarga de custodiar, administrar y representar legalmente a los Fondos de Titularización.

### Accionistas y Consejo de Gerentes

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

PARTICIPANTES SOCIALES		CONSEJO DE GERENTES	
Accionista	Participación	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
<b>Total</b>	<b>100%</b>	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

Fuente: Hencorp Valores / Elaboración: PCR

### Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con formación académica apropiada y amplia experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales, lo que ha hecho posible que la Titularizadora a la fecha de análisis tenga colocados más de US\$1,087 MM en el mercado salvadoreño, equivalentes a más de 15 Fondos de Titularización que representan un 70% de participación total del mercado.

### Gestión de Riesgos

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

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

### Resultados Financieros

Por la naturaleza del negocio de la Titularizadora, es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía. En ese sentido, a diciembre 2021, Hencorp presentó una ligera disminución en su razón corriente, cerrando en 3.0 veces (diciembre 2020: 3.3 veces), pero manteniendo una buena capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

#### LIQUIDEZ (VECES)

Liquidez	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
RAZÓN CORRIENTE	3.2	2.4	3.2	3.3	3.0

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

Por su parte, las utilidades netas reportadas a diciembre 2021 alcanzaron los US\$1,848 miles, mostrando un importante crecimiento de 44.0% (+US\$565 miles) respecto a diciembre 2020. Lo anterior influyó en una mejora de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 37.7 (diciembre 2020: 32.7%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 56.2%, evidenciando un crecimiento de 9.0 p.p. respecto a diciembre 2020 (47.2%).

#### ROA Y ROE (%)

Rentabilidad	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ROA	34.6%	28.8%	34.6%	32.8%	37.7%
ROE	49.9%	49.1%	50.6%	47.2%	56.2%

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

### Resumen de la Titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Ingenio el Ángel Cero Uno – FTHVIEA CERO UNO, de ahora en adelante “El Fondo” o “El Fondo de Titularización”, se crea con el fin de titularizar los derechos sobre los primeros ingresos de los flujos financieros futuros que el Originador “Ingenio El Ángel” perciba por las actividades de industrialización y comercialización de la caña de azúcar, incluyendo, pero no limitado a la venta de: azúcar cruda, azúcar blanca, melaza, y azúcar refinada. Asimismo, el Fondo tendrá derecho sobre la generación y venta de energía eléctrica, ingresos financieros, así como cualquier otro ingreso que estuviere facultado legal o contractualmente a percibir, cuyo valor total está valuado en US\$206,260 miles. Principales características con las que contará la Emisión<sup>6</sup>.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN	
Originador:	Ingenio El Ángel, S.A. de C.V.
Monto de la Emisión:	Hasta US\$102,880 miles.
Valor mínimo y múltiplos de contratación de anotaciones electrónicas de valores en cuenta:	Cien (US\$ 100.00) y Múltiplos de cien dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00).
Clase de Valor:	Valores de Titularización - Títulos de Deuda con Cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Ingenio el Ángel Cero Uno representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Moneda de negociación:	Dólares de los Estados Unidos de América.
Plazo de la emisión:	Un plazo de hasta doscientos cuarenta meses.
Respaldo de la Emisión:	La cesión contractual sobre Flujos Financieros Futuros de Ingenio el Ángel, S.A. de C.V., sobre una porción correspondiente a los primeros ingresos de cada mes de Ingenio el Ángel, conforme se establece en el primer párrafo de este prospecto. También formará parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida de Hencorp Valores Ltda., Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Ingenio el Ángel Cero Uno. Este respaldo no deberá ser menor a UN MILLÓN SETECIENTOS VEINTE MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, independientemente del monto colocado en la Primera Oferta Pública Bursátil, que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos.

<sup>6</sup> Para un mayor detalle de las características de la Emisión, favor remitirse al Prospecto de la Emisión.

<b>Plazo de Negociación:</b>	De acuerdo al Artículo setenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, el FTHVIEA CERO UNO, dispone de ciento ochenta días, contados a partir de la fecha de cada colocación de oferta pública, según lo haya autorizado previamente la Superintendencia en la estructura de la emisión, para vender el setenta y cinco por ciento de dichos valores emitidos por ella con cargo al Fondo; plazo que podrá ser prorrogado por una ocasión hasta por ciento ochenta días, previa autorización de la Superintendencia, a solicitud de la Titularizadora, y de conformidad a los instructivos o reglamentos de Bolsa de Valores correspondientes.
<b>Tasa de Interés:</b>	La Sociedad Titularizadora con Cargo al Fondo de Titularización, pagará intereses en los meses de febrero, marzo y abril de cada año, calculados sobre el saldo de las anotaciones electrónicas de valores en cuenta de cada titular durante todo el período de vigencia de la emisión que se calcularán con base en el año calendario. La Tasa de Interés podrá ser fija o variable a opción de la Titularizadora, lo que se determinará antes de la colocación de los Valores de Titularización. Si la tasa es variable estará conformada por una tasa base o de referencia y un diferencial de interés o sobretasa fija. La tasa base o de referencia a utilizar será: (i) la Tasa de Interés Básica Pasiva Promedio Ponderado, TIBP, a ciento ochenta días plazo publicada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, la semana anterior a la primera negociación del tramo o de su reajuste; o (ii) la tasa denominada "London Interbank Offered Rate", mejor conocida como "LIBOR" a seis meses plazo en su más reciente publicación por la "ICE Benchmark Administration Limited". A la tasa base se le sumará una sobretasa que será fija mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión; dicha sobretasa no podrá ser menor de cero puntos cero uno por ciento mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión. En el caso de optar por tasa variable, la Sociedad Titularizadora podrá determinar una tasa de interés máxima, la que se establecerá al momento de la colocación. Asimismo, la Sociedad Titularizadora podrá determinar una tasa de interés mínima, la que se establecerá al momento de la colocación. Si la tasa es variable los reajustes de la tasa de interés se realizarán semestralmente y deberán ser comunicados a la Bolsa de Valores, mediante notificación por escrito de la Sociedad Titularizadora, debidamente legalizada ante Notario, y la Bolsa de Valores a la Superintendencia del Sistema Financiero a más tardar un día hábil antes de la vigencia de la nueva tasa, acompañada de la documentación respectiva que compruebe la tasa base de interés utilizada. La Sociedad Titularizadora con cargo al FTHVIEA CERO UNO deberá publicar en un periódico de circulación nacional los reajustes de las tasas de interés el día hábil antes de la fecha de reajuste.
<b>Forma de Pago de Intereses:</b>	La forma del pago del capital de la emisión se establecerá al momento de la colocación. Los intereses se pagarán en los meses de febrero, marzo y abril de cada año.
<b>Forma de amortización de capital:</b>	La forma de pago de capital podrá ser periódica, mensual, trimestral, semestral, anual o al vencimiento en cuotas iguales o desiguales y será definida por la Titularizadora antes de la colocación.
<b>Destino de los Fondos de la Emisión:</b>	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos de cada mes correspondientes a una porción de los ingresos a percibir por INGENIO EL ÁNGEL, generados en razón de: i) las actividades de industrialización y comercialización de la caña de azúcar, incluyendo pero no limitado a la venta de: a) azúcar cruda, b) azúcar blanca, c) melaza, y d) azúcar refinada; ii) la generación y venta de energía eléctrica; iii) ingresos financieros; así como cualquier otro ingreso que estuviere facultado legal o contractualmente a percibir. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicados, correspondiendo a INGENIO EL ÁNGEL, el pago ya sea a la administración tributaria o a la entidad competente, de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.
<b>Destino de los Fondos Obtenidos de la Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros:</b>	Los fondos que INGENIO EL ÁNGEL reciban en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVIEA CERO UNO, serán invertidos de manera indistinta por INGENIO EL ÁNGEL para la reestructuración de sus pasivos, la inversión de activos fijos, capital de trabajo y para cualquier otro fin para el cual esté legal o contractualmente facultado a realizar.
<b>Ratios Financieros:</b>	<p>I) <b>La Deuda Financiera dividida entre la cuenta contable de Patrimonio no podrá ser mayor a TRES VECES:</b> Se entenderá por Deuda Financiera la suma de las cuentas contables correspondientes a: i) préstamos bancarios a largo plazo; ii) la porción corriente de préstamos bancarios a largo plazo; iii) préstamos bancarios a corto plazo; y iv) el saldo vigente de los Valores de Titularización emitidos con cargo al FTHVIEA CERO UNO. Si el indicador es superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero. El ratio financiero se calculará con Estados Financieros al cierre de los meses de junio y diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVIEA CERO UNO.</p> <p>II) <b>Los activos libres de pignoración divididos entre el Saldo Vigente de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda emitidos con cargo al FTHVIEA CERO UNO no podrá ser menor a UNA VEZ:</b> Se entenderá por activos libres de pignoración como la resta entre la cuenta contable de Activos Totales menos el valor contable de los Activos pignorados a terceros. Si el indicador es inferior al mínimo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero. El ratio financiero se calculará con Estados Financieros al cierre de los meses de junio y diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVIEA CERO UNO.</p> <p>III) <b>El CAPEX de mantenimiento anual no podrá ser menor a CINCO MILLONES QUINIENTOS MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA.</b> Se entenderá por CAPEX de mantenimiento cualquier gasto o inversión en activos fijos realizado con el objeto de reparar, reemplazar, mantener o alargar la vida económica de los principales activos utilizados para los procesos industriales de productos derivados de la caña de azúcar, los cuales son necesarios para mantener la operación existente. Si el indicador es inferior al mínimo permitido por dos períodos anuales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero. El ratio financiero se calculará con Estados Financieros al cierre del mes de diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVIEA CERO UNO.</p> <p>En caso se dé un incumplimiento a estos ratios financieros, la Titularizadora deberá informarlo dentro de las veinticuatro horas siguientes a la determinación del incumplimiento, a la Superintendencia y al Representante de Tenedores de Valores.</p>
<b>Procedimiento en Caso de Mora:</b>	Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

<b>Prelación de Pagos:</b>	Todo pago se hará por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria abierta en un Banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, denominada Cuenta Discrecional, en el siguiente orden: PRIMERO: En caso sea necesario, se abona la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta que su saldo sea equivalente como mínimo a UN MILLÓN SETECIENTOS VEINTE MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, que servirá para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos. SEGUNDO: Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; TERCERO: Comisiones a la Sociedad Titularizadora; CUARTO: Saldo de costos y gastos adeudados a terceros; QUINTO: Cualquier remanente se devolverá periódicamente al Originador. En el evento de liquidación del Fondo de Titularización se deberá seguir el orden de prelación dictado por el Artículo setenta de la Ley de Titularización de Activos: 1. En primer lugar, el pago de Deuda Tributaria; 2. En segundo lugar, se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al FTHVIEA CERO UNO; 3. En tercer lugar, se imputará otros saldos adeudados a terceros; 4. En cuarto lugar, se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora.
<b>Redención Anticipada de los Valores:</b>	Los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán tener la opción de ser redimidos anticipadamente, siempre y cuando en el aviso de colocación de cada tramo se establezca tal facultad y se hayan cumplido ciento veinte meses después de su colocación. Los Valores de Titularización - Títulos de Deuda que cumplan las dos condiciones anteriormente mencionadas en este literal, podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V., más una penalidad por redención anticipada a ser determinada en la colocación de cada tramo de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda. En caso de redención anticipada, el FTHVIEA CERO UNO por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con diez días de anticipación. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por el Concejo de Gerentes de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora.

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / **Elaboración:** PCR

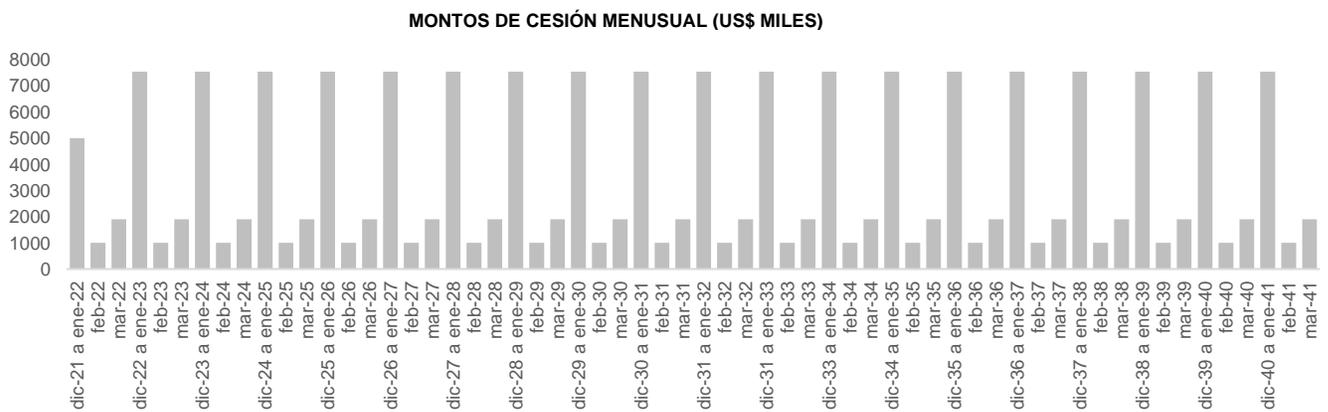
### Característica del Instrumento clasificado FTHVIEA01

El Fondo de Titularización estará representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta por un monto de hasta US\$102,880 miles, emitidos a un plazo de hasta 240 meses. Los valores serán emitidos con un tramo como mínimo, colocados en la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V., por Hencorp, S.A. de C.V., Casa de Corredores de Bolsa, quien es una casa de corredores de bolsa constituida, organizada y autorizada de conformidad a las leyes de El Salvador. Los fondos que el Originador reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros serán invertidos de manera indistinta para la reestructuración de sus pasivos, la inversión de activos fijos, capital de trabajo y para cualquier otro fin para el cual esté legal o contractualmente facultado a realizar.

DETALLE DE LA EMISIÓN			
MONTO DE EMISIÓN	PLAZO DE EMISIÓN	VALOR NOMINAL UNITARIO	TASA
US\$102,880 miles	240 meses	US\$100.00	Fija o Variable

Fuente: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora / **Elaborado:** PCR

La presente tabla describe el esquema que tendrán las cuotas de cesión del Fondo las cuales se realizarán en los meses de enero, febrero y marzo de cada año. La modalidad anterior, obedece al comportamiento cíclico de los ingresos del Originador relacionados con el momento de la cosecha de la caña de azúcar, la cual comprende desde noviembre hasta abril de cada año, en donde los flujos de ingresos son más altos principalmente en los meses de diciembre y enero, por lo que el Fondo recolectará en ambos meses el pago de cesión tanto de enero y febrero, y en febrero la cesión de marzo. En ese sentido, la cuota correspondiente a enero de cada año comprende la cuota más alta respecto a las de febrero y marzo, donde en estas últimas baja su volumen a partir de la terminación de la zafra y únicamente se generan labores de mantenimiento de la planta y siembra para la próxima zafra.



Fuente: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora / **Elaborado:** PCR

A finales de 2021 e inicios de 2022 se subastaron los tramos del Fondo, en los cuales se realizó una colocación de ocho tramos con tasa de interés del 7.6% y vencimientos mayores a diez años, según lo detalla la siguiente tabla:

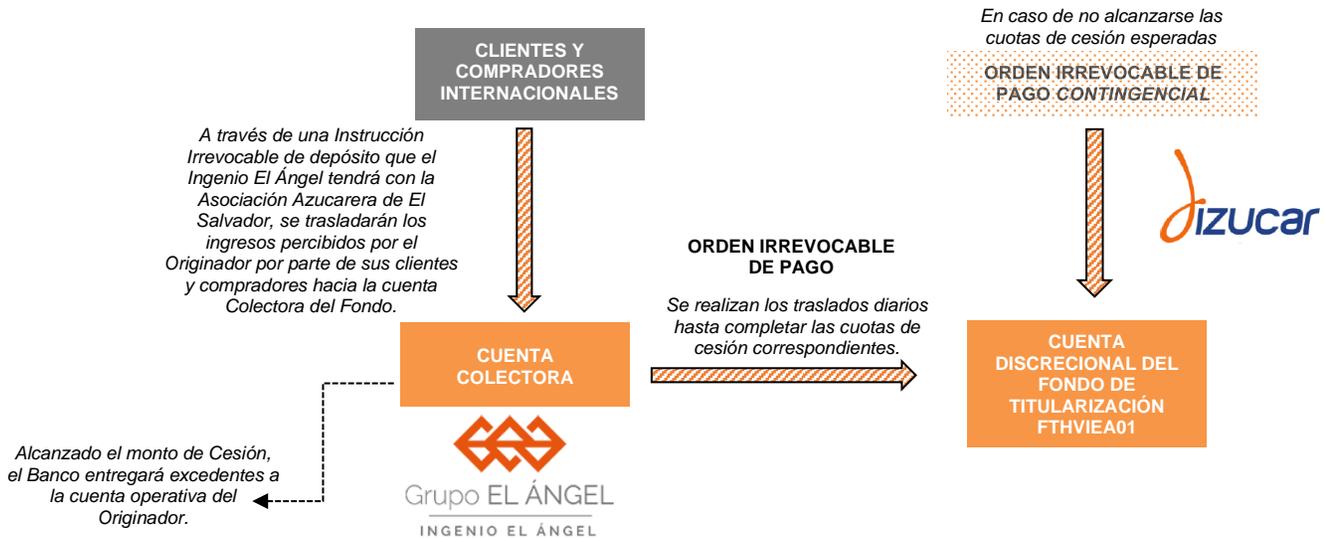
DETALLE DE TRAMOS COLOCADOS FTHVIEA01				
TRAMO	FECHA DE COLOCACIÓN	MONTO DE VENCIMIENTO	MONTO COLOCADO	TASA (%)
1	15 de noviembre de 2021	16 de febrero de 2038	US\$71,690 miles	7.59
2	19 de noviembre de 2021	19 de febrero de 2038	US\$2,250 miles	7.59
3	03 de diciembre de 2021	03 de febrero de 2038	US\$1,000 miles	7.59
4	07 de diciembre de 2021	07 de febrero de 2038	US\$500 miles	7.59
5	08 de diciembre de 2021	08 de febrero de 2038	US\$1,250 miles	7.59
6	22 de diciembre de 2021	23 de febrero de 2038	US\$2,000 miles	7.59
7	03 de enero de 2022	03 de febrero de 2038	US\$500 miles	7.59
8	14 de enero de 2022	14 de febrero de 2038	US\$3,490 miles	7.59

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

### Estructura de la Titularización

A continuación, se describe la forma en que se hará efectiva la adquisición de los derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos del Originador:

#### DIAGRAMA DEL FUNCIONAMIENTO DE LA EMISIÓN



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

### Riesgo de contraparte de las cuentas operativas

El Fondo de Titularización contará con diversas cuentas bancarias para que los ingresos comprometidos en la Emisión sean recolectados adecuadamente y distribuidos para el pago oportuno de sus obligaciones. En ese sentido, dichas cuentas serán abiertas en el Banco de America Central, S.A., cuya clasificación de riesgo a la fecha de estudio fue de AAA, denotando un alto desempeño en sus operaciones y minimizando el riesgo de contraparte para la presente Emisión.

### Otros riesgos asociados a la Titularización

El presente Fondo de Titularización está expuesto a diferentes tipos de riesgos, los cuales se mencionan a continuación:

#### Del Originador:

- **Riesgo de Mercado:** Este riesgo está relacionado con las fluctuaciones que pudieran presentarse en la venta del azúcar en los mercados internacionales, específicamente en el mercado de futuros. Este riesgo se ve mitigado por los diversos tratados comerciales con los que El Salvador cuenta, brindando facilidades tributarias para poder ofrecer precios competitivos respecto a los demás competidores.
- **Riesgo de Producción:** Este riesgo está relacionado con el correcto funcionamiento de la planta y maquinaria necesaria para el procesamiento de los diversos productos con los que cuenta el Originador el cual pudiese estar comprometido en caso exista un daño o mal funcionamiento de dichos recursos tecnológicos. Este riesgo se ve mitigado por los mantenimientos periódicos realizados a dichos activos, así como de las pólizas todo riesgo y lucro cesante que posee el Originador en caso de siniestros o interrupciones en sus actividades.
- **Riesgo Climático:** La posibilidad de que ocurran desastres naturales que pudiesen limitar a que la zafra se desarrolle de manera óptima, imposibilitando el cumplimiento de la entrega del producto con las ventas comprometidas. Este riesgo se ve mitigado por las diversas pólizas todo riesgo con las que cuenta el Originador.
- **Riesgo Regulatorio:** Este riesgo está relacionado con la posibilidad de cambios o reformas de la Ley y reglamentos asociados a la industria azucarera, que pudieran modificar las características en la distribución del mercado.

- **Riesgo de Contraparte / Administrador:** Este riesgo está relacionado con la solvencia y capacidad operativa del administrador de los activos subyacentes de la titularización, el cual, bajo el esquema de trabajo establecido por la Titularizadora, se procurará que sea el mismo Originador de dichos activo. En ese sentido, la presente Emisión asignará la administración al mismo Originador, para garantizar las relaciones contractuales actualmente existentes con los diversos clientes, proveedores, entre otros.

Para un detalle más amplio de otros riesgos potenciales asociados al Fondo, a la Administradora, entre otros, favor remitirse al prospecto del FTHVIEA01<sup>7</sup>.

### **Análisis de la Estructura**

PCR tiene como finalidad dar una opinión sobre la capacidad financiera del Originador en el pago de los compromisos que se adquieran con los tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda del presente Fondo, por lo tanto, luego de analizar la estructura de titularización propuesta, la potencial estabilidad de los ingresos, gastos y márgenes de rentabilidad y los aspectos legales involucrados en toda la transacción, puede afirmarse que la Emisión cuenta con la capacidad necesaria para honrar en tiempo y forma sus obligaciones financieras.

Por otra parte, se valora la existencia de un mercado azucarero bajo un marco regulatorio apropiado y sólidos tratados internacionales comerciales que garantizan la estabilidad de las ventas futuras de los productos provenientes del azúcar en el mercado internacional. Finalmente, será responsabilidad del Administrador del Fondo de Titularización, la ejecución y monitoreo de los controles y resguardos financieros, así como el buen funcionamiento del Fondo.

### **Cumplimiento de covenants financieros**

De acuerdo con el prospecto de la Emisión, este debe cumplir con tres covenants financieros los cuales son revisados por la Titularizadora tomando de referencia para su cálculo los Estados Financieros, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del Fondo. A continuación se detalla cada uno de ellos, los cuales satisfactoriamente se ubicaron dentro de los límites permitidos.

- **Deuda financiera entre patrimonio del Originador:** La Deuda Financiera<sup>8</sup> dividida entre la cuenta contable de Patrimonio no podrá ser mayor a 3 veces, donde a la fecha de estudio se situó satisfactoriamente por debajo en 2.1 veces. Dicho ratio se calcula al cierre de junio y diciembre de cada año mientras existan valores vigentes del Fondo, donde en caso de presentarse un ratio superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero, debiendo la Titularizadora informarlo dentro de las veinticuatro horas siguientes a la determinación del incumplimiento, a la SSF y al Representante de Tenedores de Valores.
- **Activos libres de pignoración entre el saldo vigente del Fondo:** Los activos libres de pignoración<sup>9</sup> deben de superar en más de una vez el saldo vigente del fondo en todo momento. A la fecha de análisis, este ratio se colocó por encima de lo mínimo permitido con 3.4 veces. Dicho ratio se calcula al cierre de junio y diciembre de cada año, donde si se presenta un ratio inferior al mínimo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero.
- **CAPEX de mantenimiento anual no podrá ser menor a US\$5,500 miles:** Se entenderá por CAPEX de mantenimiento cualquier gasto o inversión en activos fijos realizado con el objeto de reparar, reemplazar, mantener o alargar la vida económica de los principales activos utilizados para los procesos industriales de productos derivados de la caña de azúcar, los cuales son necesarios para mantener la operación existente. A la fecha de estudio se observó un CAPEX anual de US\$9,523 miles, equivalentes a un excedente del 73.1% respecto al mínimo requerido, donde PCR considera que el monto registrado de dicho CAPEX fue suficiente para cubrir la depreciación del año con una cobertura de 1.4 veces.

De acuerdo con el prospecto, dicho ratio financiero se calculará con Estados Financieros al cierre del mes de diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVIEA CERO UNO.

<sup>7</sup> <https://www.bolsadevalores.com.sv/files/34963/Prospecto%20FTHVIEA01%202021.pdf>

<sup>8</sup> Deuda Financiera: Saldo de préstamos bancarios a largo plazo + Porción corriente de préstamos bancarios a largo plazo + Préstamos bancarios a corto plazo + Saldo vigente de los Valores de Titularización del Fondo.

<sup>9</sup> Se entenderá por activos libres de pignoración como la resta entre la cuenta contable de Activos Totales menos el valor contable de los Activos pignorados a terceros.

## Estados Financieros Auditados

BALANCE GENERAL DEL ORIGINADOR (US\$ MILES)					
COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	3,056	3,916	1,630	919	1,003
CUENTAS POR COBRAR A COMERCIALES -NETO	16,093	18,682	10,470	10,576	26,765
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	5,062	5,174	3,527	3,163	4,522
CUENTAS POR COBRAR A COMPAÑÍAS RELACIONADAS A CORTO PLAZO	2,747	8,799	10,388	11,519	12,378
INVENTARIOS	14,794	10,984	12,172	12,830	14,388
MANTENIMIENTO POR LIQUIDAR	7,415	7,873	12,885	14,821	13,583
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	995	1,976	1,129	1,146	1,048
OTROS ACTIVOS	525	525	-	-	-
<b>TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE:</b>	<b>50,688</b>	<b>57,929</b>	<b>52,200</b>	<b>54,972</b>	<b>73,687</b>
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	414	357	331	84	78
COMPAÑÍAS RELACIONADAS DE LARGO PLAZO	29,092	21,296	23,341	23,040	24,251
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO A LARGO PLAZO	28	28	28	28	28
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO - NETO	188,160	194,772	191,434	189,800	185,677
PROPIEDAD DE INVERSIÓN NETO	178	170	163	155	148
ACTIVOS INTANGIBLES	463	423	373	378	349
INVERSIONES PERMANENTES	3,620	5,138	5,184	4,983	10,653
ACTIVOS POR IMPUESTO SOBRE LA RENTA DIFERIDOS	189	67	51	-	120
<b>TOTAL DE ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>222,144</b>	<b>222,252</b>	<b>220,906</b>	<b>218,468</b>	<b>223,023</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>272,831</b>	<b>280,181</b>	<b>273,106</b>	<b>273,440</b>	<b>296,710</b>
CUENTAS POR PAGAR A COMPAÑÍAS RELACIONADAS A CORTO PLAZO	13	861	1,345	300	1,034
SOBREGIROS BANCARIOS	519	2,232	84	94	268
PROVEEDORES A CORTO PLAZO	5,565	5,685	4,797	3,222	4,115
PRÉSTAMOS BANCARIOS A CORTO PLAZO	68,393	74,990	71,751	57,836	74,203
CUENTAS Y GASTOS ACUMULADOS POR PAGAR	3,499	3,165	4,959	10,132	2,980
DIVIDENDOS POR PAGAR	1,929	1,929	1,929	1,286	1,286
BENEFICIOS A EMPLEADOS POR PAGAR	971	899	698	719	789
IMPUESTOS POR PAGAR	1,396	1,281	1,416	933	994
FONDO DE TITULARIZACIÓN CORTO PLAZO	-	-	-	-	4,882
PORCIÓN CORRIENTE DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A LARGO PLAZO	10,980	11,841	12,575	9,074	2,880
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>93,266</b>	<b>102,883</b>	<b>99,552</b>	<b>83,595</b>	<b>93,430</b>
PROVEEDORES A LARGO PLAZO	10,198	7,936	5,675	12	12
BENEFICIOS A EMPLEADOS A LARGO PLAZO	444	48	-	-	-
PRÉSTAMOS BANCARIOS A LARGO PLAZO	86,870	74,797	66,638	86,533	26,577
PASIVOS POR IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DIFERIDO	10,071	11,965	13,343	14,885	15,594
FONDO DE TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	-	-	-	-	72,923
PASIVO LABORAL NO CORRIENTE	-	-	-	-	400
<b>TOTAL DE PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>107,582</b>	<b>94,747</b>	<b>85,655</b>	<b>101,429</b>	<b>115,505</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>200,848</b>	<b>197,630</b>	<b>185,208</b>	<b>185,024</b>	<b>208,935</b>
CAPITAL SOCIAL	24,804	24,804	24,804	24,804	24,804
RESERVA LEGAL	4,961	4,961	4,961	4,961	4,961
RESULTADOS ACUMULADOS	38,142	43,556	49,385	49,927	54,286
SUPERÁVIT POR REVALUACIÓN	4,076	9,230	8,748	8,723	8,723
OTRAS RESERVAS	-	-	-	-	(5,000)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>71,984</b>	<b>82,551</b>	<b>87,898</b>	<b>88,416</b>	<b>87,775</b>
<b>TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO</b>	<b>272,831</b>	<b>280,181</b>	<b>273,106</b>	<b>273,440</b>	<b>296,710</b>

Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS DEL ORIGINADOR (US\$ MILES)					
COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
VENTAS DE PRODUCTOS INDUSTRIALES	119,920	108,095	109,388	109,711	124,363
VENTAS POR SERVICIOS	12,663	11,271	12,787	13,563	12,993
VENTAS DE PRODUCTOS AGRÍCOLAS	84	61	18	60	14
VENTAS DE OTROS PRODUCTOS	2,654	2,948	3,214	2,875	3,282
REBAJAS Y DEVOLUCIONES SOBRE VENTAS	(1,645)	(1,994)	(1,754)	(1,655)	(1,528)
<b>TOTAL DE INGRESOS</b>	<b>133,674</b>	<b>120,382</b>	<b>123,652</b>	<b>124,553</b>	<b>139,123</b>
INVENTARIO INICIAL	7,908	8,584	5,211	6,004	6,138
COSTOS DE VENTAS VARIAS	15,109	13,981	16,179	16,348	16,725
COSTO INDUSTRIAL	74,655	61,560	67,311	67,436	81,134
INVENTARIO FINAL	(8,584)	(5,211)	(6,004)	(6,138)	(7,307)
<b>COSTO TOTAL</b>	<b>89,088</b>	<b>78,914</b>	<b>82,697</b>	<b>83,651</b>	<b>96,690</b>
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>44,586</b>	<b>41,468</b>	<b>40,956</b>	<b>40,902</b>	<b>42,433</b>
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>	<b>16,268</b>	<b>13,953</b>	<b>14,116</b>	<b>14,030</b>	<b>13,959</b>
GASTOS DE VENTAS	4,290	3,233	3,964	4,251	4,127
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	7,243	6,305	5,700	5,355	5,492
GASTOS AGRÍCOLAS	4,734	4,414	4,452	4,423	4,339
<b>UTILIDAD DE OPERACIÓN</b>	<b>28,318</b>	<b>27,515</b>	<b>26,840</b>	<b>26,873</b>	<b>28,475</b>
INGRESOS FINANCIEROS	623	319	352	316	88
OTROS INGRESOS	2,478	1,931	3,048	1,532	1,512
GASTOS FINANCIEROS	11,486	10,361	10,841	12,327	12,750
GASTOS NO ORDINARIOS	1,301	417	450	397	147
<b>OTROS INGRESOS NETOS</b>	<b>(9,685)</b>	<b>(8,527)</b>	<b>(7,891)</b>	<b>(10,877)</b>	<b>(11,298)</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE RESERVAS E ISR</b>	<b>18,633</b>	<b>18,988</b>	<b>18,949</b>	<b>15,996</b>	<b>17,177</b>
GASTOS POR IMPUESTO SOBRE LA RENTA	4,274	4,115	3,596	3,405	3,104
<b>UTILIDAD ANTES DE CONTRIBUCIÓN</b>	<b>14,359</b>	<b>14,873</b>	<b>15,353</b>	<b>12,590</b>	<b>14,073</b>
(-) CONTRIBUCIÓN ESPECIAL 5%	673	485	549	359	-
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>13,686</b>	<b>19,567</b>	<b>14,804</b>	<b>12,232</b>	<b>14,073</b>

Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

**INDICADORES FINANCIEROS (% , VECES Y US\$ MILES)**

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
<b>RENTABILIDAD</b>					
COSTOS RESPECTO A INGRESOS	66.6%	65.6%	66.9%	67.2%	69.5%
MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS	33.4%	34.4%	33.1%	32.8%	30.5%
MARGEN OPERATIVO	21.2%	22.9%	21.7%	21.6%	20.5%
MARGEN NETO	10.2%	16.3%	12.0%	9.8%	10.1%
ROA	5.0%	5.1%	5.4%	4.5%	4.7%
ROE	19.0%	17.4%	16.8%	13.8%	16.0%
EBITDA (US\$ MILES)	35,581	34,668	35,203	34,106	36,804
RATIO DE EFICIENCIA (GASTOS OPERATIVOS / INGRESOS DE OPERACIÓN)	12.2%	11.6%	11.4%	11.3%	10.0%
<b>ACTIVIDAD</b>					
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR	10.3	6.9	8.5	11.8	7.5
PERÍODO PROMEDIO DE COBRO	36	53	43	31	49
ROTACIÓN DE INVENTARIO	5.8	6.1	7.1	6.7	7.1
PERÍODO PROMEDIO DE PERMANENCIA DE INVENTARIOS	63	60	51	55	52
ROTACIÓN DE CUENTAS POR PAGAR	16.8	13.0	13.0	17.3	22.3
PERÍODO PROMEDIO DE PAGO	22	28	28	21	16
ROTACIÓN DE ACTIVOS	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>LIQUIDEZ</b>					
LIQUIDEZ CORRIENTE	54.3%	56.3%	52.4%	65.8%	78.9%
LIQUIDEZ ÁCIDA	38.5%	45.6%	40.2%	50.4%	63.5%
CAPITAL DE TRABAJO NETO	(42,577.6)	(44,954.0)	(47,352.7)	(28,622.7)	(19,743.0)
CICLO DE CONVERSIÓN DEL EFECTIVO	77	85	66	64	84
<b>SOLVENCIA</b>					
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO (PASIVOS/ACTIVOS)	73.6%	70.5%	67.8%	67.7%	70.4%
APALANCAMIENTO FINANCIERO (ACTIVOS/PATRIMONIO)	3.8	3.4	3.1	3.1	3.4
APALANCAMIENTO PATRIMONIAL (PASIVO/ PATRIMONIO)	2.8	2.4	2.1	2.1	2.4
COBERTURA DE INTERESES (EBITDA/ GASTOS FINANCIEROS)	3.1	3.3	3.2	3.2	2.8
COBERTURA DE INTERESES (EBITDA/ SERVICIO DE LA DEUDA)	1.6	1.6	1.5	1.6	1.8

Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

**Estados Financieros de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora**

**BALANCE GENERAL  
HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)**

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES					
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	143	1,430	666	2,543	3,580
INVERSIONES FINANCIERAS	2,987	2,395	2,493	143	143
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	726	760	879	1,045	1,008
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	108	91	90	92	71
RENDIMIENTOS POR COBRAR	2	3	2	19	-
IMPUESTOS	57	60	62	54	92
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>4,023</b>	<b>4,740</b>	<b>4,192</b>	<b>3,897</b>	<b>4,894</b>
MUEBLES	22	9	8	10	10
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4,045</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>	<b>4,904</b>
CUENTAS POR PAGAR	486	486	568	497	703
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	-	150	130	147	121
IMPUESTOS POR PAGAR	603	590	631	544	792
DIVIDENDOS POR PAGAR	150	741	-	-	-
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1,239</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>	<b>1,616</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,239</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>	<b>1,616</b>
CAPITAL	1,165	1,177	1,177	1,200	1,200
RESERVAS DE CAPITAL	233	233	235	235	240
RESULTADOS	1,408	1,372	1,458	1,284	1,848
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	7	5	5	0	-
RESULTADOS DEL PRESENTE PERÍODO	1,401	1,367	1,453	1,283	1,848
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2,806</b>	<b>2,782</b>	<b>2,871</b>	<b>2,719</b>	<b>3,288</b>
<b>TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO</b>	<b>4,045</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>	<b>4,904</b>
CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
<b>TOTAL</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>
CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
<b>TOTAL</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>

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

**ESTADO DE RESULTADOS**  
**HENCORP VALORES, Ltda., TITULARIZADORA (US\$ MILES)**

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
<b>INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>3,280</b>	<b>3,343</b>	<b>3,501</b>	<b>3,055</b>	<b>5,102</b>
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,280	3,343	3,501	3,055	5,102
<b>COSTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>1,290</b>	<b>1,394</b>	<b>1,432</b>	<b>1,290</b>	<b>2,546</b>
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	12	93	80	15	900
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,254	1,285	1,348	1,272	1,642
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	25	16	4	3	3
<b>RESULTADOS DE OPERACIÓN</b>	<b>1,990</b>	<b>1,949</b>	<b>2,069</b>	<b>1,765</b>	<b>2,556</b>
<b>INGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>17</b>	<b>65</b>	<b>84</b>
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	36	37	13	24	2
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	1	3	5	41	82
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	4	-	-	-	0
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>0</b>
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	1	1	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	24	3	1	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	-	5	9	7	-
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	2	27	-	-	-
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>2,004</b>	<b>1,953</b>	<b>2,076</b>	<b>1,823</b>	<b>2,640</b>
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	603	586	625	540	792
<b>RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>1,401</b>	<b>1,367</b>	<b>1,451</b>	<b>1,283</b>	<b>1,848</b>
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	0	-	2	-	-
<b>RESULTADOS NETOS DEL PERIODO</b>	<b>1,401</b>	<b>1,367</b>	<b>1,453</b>	<b>1,283</b>	<b>1,848</b>

*Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR*

**Nota sobre información empleada para el análisis**

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

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