



INSTRUMENT RATING
HT WORKING CAPITAL 1

Initiation date 03/12/2020
Rating date 20/02/2024

Contacts

Lead analyst

Brianda Torres
brianda.torres@ethifinance.com

Secondary analyst

Pablo Olmos
pablo.olmos@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action

EthiFinance Ratings ("EthiFinance y/o la Agencia") afirma la calificación de los pagarés emitidos por el Fondo en "A+^{sf}".

Resumen Ejecutivo

HT WORKING CAPITAL 1, FONDO DE TITULIZACIÓN ("El Fondo") es un fondo de titulización por compartimentos instrumentado bajo programas de Pagarés, uno por cada compartimento (los "Pagarés"), y que constituye un patrimonio separado, abierto por el activo (de carácter renovable y ampliable) y por el pasivo (mediante la emisión sucesiva de Pagarés, y en su caso, la disposición de una o varias líneas de liquidez).

En la fecha de constitución del Fondo, de forma simultánea, se creó el primer compartimento denominado HT WORKING CAPITAL 1 (o bien "Compartimento 1"), con la finalidad de financiar la adquisición de derechos de crédito derivados de trabajos ya realizados o servicios ya prestados o bienes entregados por los Clientes a los Deudores, adquiridos, a su vez, de los clientes (los "Clientes") de TRADE & WORKING CAPITAL, S.A.U. ("TWC"), en virtud de contratos marco de cesión de los derechos de crédito o acuerdos similares. Los derechos de crédito cedidos al Compartimento 1 están originados por los Clientes, al amparo de relaciones comerciales propias del sector de actividad al que pertenecen, frente a sus respectivos deudores (los "Deudores"). En enero de 2023 se realizó una novación a la Escritura, que afectó al cálculo de la Reserva de Intereses y la Reserva de Liquidez, cuyo detalle se puede ver en el informe anterior.

Clase	Importe Máximo de Emisión de los Programas de Pagarés del Fondo	Programa de Pagarés del Compartimento 1	Saldo Vivo Pagarés (12/2023)	Nominal de los Derechos de Crédito (12/2023)	Rating	Fecha Vencimiento Final
Pagarés	Hasta 200 millones de euros	Hasta 150 millones de euros	34.500.000 €	25.996.111 €	A+ ^{sf}	23/05/2031

*Fuente: Información proporcionada por TWC.

Fundamentos

- El seguro de crédito contratado con Allianz Trade es la principal mejora crediticia, con una Indemnización Máxima total de 99,7 MM €. La indemnización máxima total se sitúa en 99,7 MM € y está formada por la indemnización máxima (IM) de 39,7 MM € más la indemnización máxima adicional (IMA) de 60 MM € para el periodo entre el 1 de septiembre de 2023 al 31 de agosto de 2024 con renovación anual (vs. una indemnización máxima total de 65,0 MM € en la póliza anterior). Allianz Trade ("la Aseguradora") dispone de una calificación de AA- con tendencia estable otorgada por EthiFinance Ratings el 20 de septiembre de 2023.
- El importe de los Derechos de Crédito está asegurado al 100,0%. La cobertura de la póliza está fijada en 90,0% del importe del Derecho de Crédito. Con el objetivo de cubrir el 10,0% restante, TWC solamente cede al Fondo de Titulización el 90,0% del importe de los Derechos de Crédito.
- Los Derechos de Crédito que se ceden al Fondo deberán tener un *grade* entre 1 a 5 asignado por la Aseguradora, aunque de forma excepcional se pueden incluir Derechos de Crédito con *grade* 6. En la Póliza, Allianz Trade a través de su sistema de clasificación de riesgo, donde clasifica los DC de menor a mayor riesgo (*grade* 1 a 10), establece que los Derechos de Crédito cedidos deberán estar entre el *grade* 1 y 5 en el momento de la incorporación al Fondo.
- La cartera de deudores muestra niveles de atrasos leves, con un 0,21% de morosidad por más de 60 días en diciembre de 2023. Esta morosidad comenzó a presentarse en octubre de 2023 donde mostró una tasa del 0,06% para atrasos de hasta 30 días, y ha evolucionado hasta alcanzar en diciembre de 2023 un 0,15% para atrasos de 31 a 60 días, y 0,21% para atrasos de más de 60 días.
- El análisis de Montecarlo muestra un aumento en la probabilidad de *default* (PD) de la cartera respecto a la revisión de 2022, pasando de 4,2% a 6,5% en diciembre de 2023. La cartera analizada muestra un aumento global de la PD que se explica por la alta probabilidad de *default* asignada al deudor principal. En el análisis de Montecarlo realizado, la probabilidad del *default* asignada al primer deudor es la más alta de entre los principales deudores de la cartera con *grade* 5, donde se le asigna además un peso del 50% de la IM total, con el objetivo de estresar el análisis, siendo el mismo enfoque del año anterior, sin embargo, la PD de 2022 era menor que la actualmente empleada.
- Se ha realizado un análisis de flujo de efectivo de estrés para conocer el nivel de morosidad máximo de la estructura, en línea con la calificación de la estructura. Tras efectuar el análisis de Montecarlo que establece el nivel mínimo exigido para cada nivel de calificación, se realiza un análisis de flujo de efectivo para conocer en qué niveles de calificación se ubicaría la estructura. El resultado del análisis cumple por encima del nivel requerido debido principalmente al aumento de la IM total.
- La concentración de deudores se mantiene elevada, representando los primeros 10 deudores un 93,3% de la

cartera. Para diciembre de 2023, la cartera contiene un total de 189 Derechos de Crédito, los cuales pertenecen a 35 deudores. Sin embargo, la mayoría del importe de los Derechos de Crédito se concentra en los primeros 10 deudores, representando el primer deudor un 42,2%, el segundo un 18,7% y el tercero un 12,5% sobre el total de la cartera. A pesar de la elevada concentración, los Criterios de Elegibilidad fijan como límite que el primer deudor no podrá superar el 50% de la IM ni los tres primeros deudores podrán superar el 100% de la IM. Para diciembre de 2023 el principal deudor representa el 27,6% de la IM y los tres primeros un 48,0%.

- **El riesgo de liquidez es reducido y mitigado por la reserva de liquidez.** Se establece un periodo de carencia en el seguro por lo que la indemnización se recibe aproximadamente en 6 meses. Para poder compensar esa posible falta de liquidez se establece una reserva de liquidez situada en 732,2 € para diciembre de 2023.
- **El riesgo de Commingling es bajo al existir contratos de prenda sobre las cuentas de cobros.** Se han suscrito diferentes contratos de prenda sobre cada cuenta de TWC que tiene asignado como cuenta de cobro donde deben pagar los deudores. Asimismo, en la póliza de seguro se especifica que los recursos por concepto de indemnizaciones serán depositados directamente en la cuenta del FT por la Aseguradora.
- **El riesgo operativo del Cedente se ve mejorado debido a su track record y el aumento en el nivel de operaciones.** Desde su creación en 2019, TWC ha realizado distintas operaciones sobre Derechos de Crédito cumpliendo con unos niveles de mora reducidos dentro del Fondo. Asimismo, el nivel de operaciones que realiza la empresa ha ido en aumento.

Análisis de Sensibilidad

Factores que pudieran (individual o conjuntamente) impactar en el rating

- **Factores positivos**

Una mejora en el rating de la Aseguradora o un descenso en la probabilidad de incumplimiento de los deudores que resultara en una reducción del average PD de la cartera.

- **Factores negativos**

Un elevado aumento en la mora de la cartera o una mayor concentración de deudores que implicara un aumento de la probabilidad de default de la cartera. Asimismo, una reducción en el importe de la IM total.

Descripción de la Transacción

Principales magnitudes	
Emisor	HT WORKING CAPITAL, Fondo de Titulización
Finalidad	Financiación del activo circulante
Tipo de Fondo	Abierto por el activo (de carácter renovable y ampliable) y abierto por el pasivo (mediante emisión sucesiva de valores y, en su caso, disposiciones de líneas de liquidez).
Nombre del primer Compartimento	HT WORKING CAPITAL 1 o Compartimento 1
Subyacente	Derechos de crédito derivados de facturas e instrumentados en Soportes de Pago, adquiridos previamente por TWC en virtud de Contratos Marco firmado por sus Clientes. Dichos Derechos de Crédito derivan de las relaciones comerciales entre dichos Clientes y los Deudores, resultantes del suministro de bienes y provisión de servicios.

Soportes de Pago	Los Derechos de Crédito estarán documentados en facturas y/o contratos pagaderos mediante transferencia bancaria, pagarés (a la orden o no a la orden), letras de cambio u otro medio de pago asignado.
Importe de la Emisión	Hasta 200.000.000€
Importe del Compartimento 1	Hasta 150.000.000€
Fecha de Constitución	23 de noviembre de 2020
Fecha de Vencimiento Final	23/05/2031
Fecha de Vencimiento Legal	23/05/2033
Periodo de Cesión del Compartimento 1	Desde la fecha de constitución hasta el 23 de noviembre de 2030.
Nominal de los Derechos de Crédito	25.996.111 €
Saldo en la Cuenta de Compras	8.721.895 €
Saldo en la Cuenta de Tesorería	963.563 €
Tipo de Interés Implícito	El tipo de interés se determina en cada Emisión de Pagarés.
Precio de Emisión de los Pagarés	Los Pagarés serán emitidos al descuento, por lo que llevan asociado un tipo de interés implícito, calculado como la diferencia entre el Precio de Amortización y el Precio de Emisión.
Instrumento derivado cobertura riesgo tipo de interés	No aplica
Mercado cotización	MARF
Fecha de pago	Día 10 de cada mes

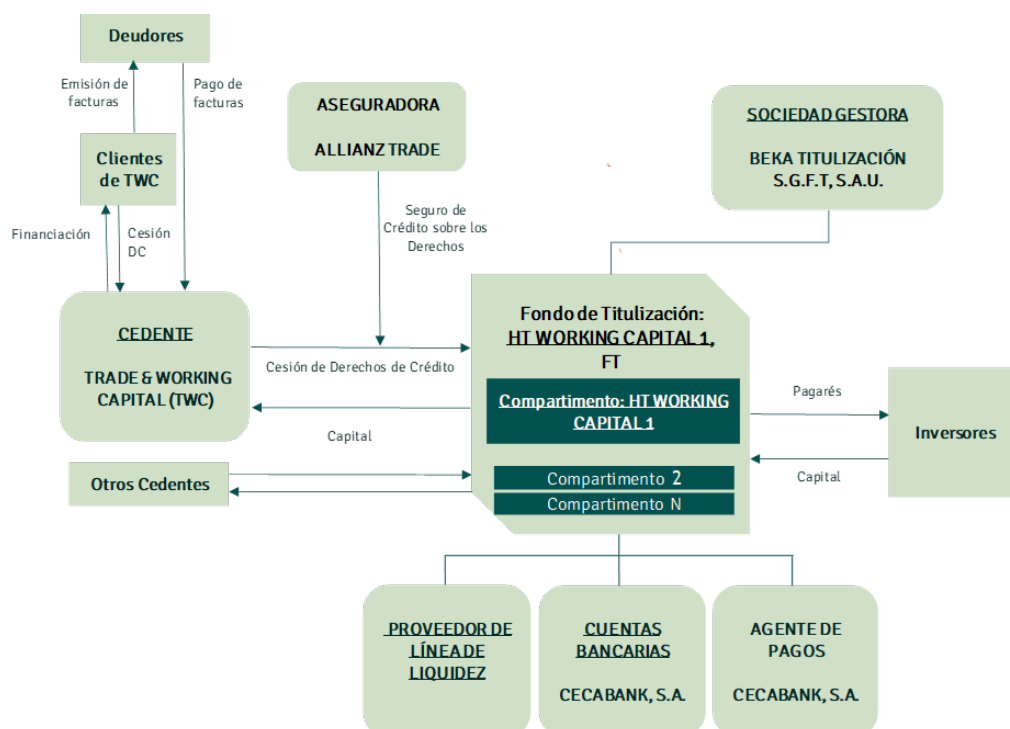
Fuente: Información proporcionada por TWC.

Participantes

Participantes	
Cedente	Trade & Working Capital, S.A. "TWC"
Entidad Aseguradora	Allianz Trade
Administrador	Progreso Gestión Servicios Financieros S.L.
Sociedad Gestora	Beka Titulización, S.G.F.T., S.A.U.
Cuentas Bancarias	CECABANK, S.A.
Agente de Pagos	CECABANK, S.A.
Cuenta del Cedente pignorada a favor del FT	BBVA, S.A.
Abogados	J&A Garrigues, S.L.P.
Auditor del Fondo	Deloitte S.L.

Fuente: Escritura de constitución del Fondo.

Diagrama de la Operación



Elaborado por EthiFinance Ratings. Fuente: Información proporcionada por TWC.

Descripción del Fondo

El Fondo está dividido en compartimentos. Inicialmente, el Fondo se creó con un único compartimento, el Compartimento 1, cuyos activos y pasivos corresponden exclusivamente al mismo. El Fondo y su compartimento, tienen una estructura abierta tanto por el lado del activo, de carácter renovable y ampliable, como por el lado del pasivo, asumiendo cada compartimento sus propios gastos, costes y obligaciones. Desde que se constituyó el Fondo y el Compartimento 1, se fueron adquiriendo derechos de crédito originados en primer lugar, por los Clientes derivados del suministro de bienes y servicios con los Deudores. Estas facturas emitidas, disponen de su correspondiente Soporte de Pagos (facturas con toma de razón, pagarés, letras de cambio, etc.), las cuales son cedidas posteriormente a TWC en virtud de los Contratos Marco de Cesión firmados con los Clientes. Estos Derechos de Crédito son cedidos posteriormente al Fondo.

Los Derechos de Crédito cedidos al Compartimento 1 estaban asegurados inicialmente por Euler hasta un importe

máximo anual total de 45m de euros. Posteriormente en junio de 2022, se modificó la póliza de seguro, donde se incrementó la IM total a 65 millones de euros. Actualmente el importe de la IM se fija en un importe de 39,7 millones de euros más una IMA establecida en 60 millones de euros, dando una IM total de 99,7 millones de euros.

Descripción del Cedente

TWC es una sociedad constituida en septiembre de 2019 cuya actividad principal es la realización de operaciones sobre derechos de crédito derivados de la venta de bienes y la prestación de servicios, la prestación de servicios de financiación, concesión, cesión, venta, compra y transmisión de préstamos o créditos, descuento de derechos de crédito, asesoramiento y prestación de servicios para la gestión de cobro y administración de derechos de crédito y contratos de financiación, incluidas las actividades de factoring con o sin recurso. Para realizar la operativa de cesión de los derechos de crédito entre TWC y cada uno de sus Clientes, ambas partes firman unos Contratos Marco de Cesión, los cuales, tienen como objeto principal regular la cesión sin recurso por parte del Cliente a TWC, de los derechos de cobro titularidad de los Clientes como consecuencia de sus actividades comerciales. TWC financia a sus Clientes principalmente mediante operaciones de factoring.

TWC es propiedad 100% de Baghdadi Capital S.L., sociedad con sede en España. En noviembre de 2023, Baghdadi Capital S.L. ha expandido su negocio a Estados Unidos con la denominación Higher Bridge Capital INC, con el objetivo de ofrecer financiación alternativa a PYMES.

Modificaciones en la Escritura de Constitución

Desde la constitución del Fondo han existido varias novaciones a la Escritura, en el mes de marzo y en diciembre de 2021, se agregó la posibilidad de notificar a través de un sistema de firma digital y se llevó a cabo el cambio de la entidad donde se encuentran las cuentas de cobro.

Asimismo, en julio de 2022 se realizó una tercera novación a la Escritura, donde se amplía el importe del Programa de Pagarés del Compartimento 1 hasta 150 millones de euros, tras las modificaciones a la póliza de seguro mostradas en el informe anterior con fecha de julio 2022. La última novación se realizó en el mes de enero de 2023, donde se modifica el cálculo de la Reserva de Intereses y de Liquidez, de manera que ahora se calculan en función del tipo medio ponderado de los pasivos, en lugar de ser en función del tipo máximo. Se puede encontrar más información en el apartado “Novaciones a la Escritura” del informe realizado en 2023.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been made solicited by the originator of the assets, taking part in the process. The credit rating is based in:

1. Public information from public access sources.
2. Information provided by the originator of assets assigned or that shall be assigned to the securitization fund.

From the time of the assignment of the credit rating, all information provided by the originator of the assets, by the servicer of the assets (other than the originator) or by a third participant in the transaction, shall be reviewed and analyzed with the aim to assess the following issues:

1. The performance of the credit quality of the assets comprising the collateral of the Fund.
2. The level of credit enhancement.
3. The evolution of the quantitative triggers of the Fund.
4. The evolution of the qualitative triggers (counterparty risks).

The information has been thoroughly reviewed to ensure that it is valid, coherent and consistent and it is considered as satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information provided and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Structured Finance Rating Methodology - Trade Receivables :
<https://files.qivalio.net/documents/methodologies/Structured%20Finance%20Rating%20Methodology%20-%20Trade%20receivables.pdf>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis

for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid